



Moneta e Credito

vol. 73 n. 292 (dicembre 2020)

Numero speciale: attualità del pensiero di Paolo Sylos Labini

Governance fiscale e sostenibilità del debito pubblico

BIANCA GIANNINI e CHIARA OLDANI*

Abstract:

L'indebitamento e la sua sostenibilità sono elementi cruciali per determinare la solidità delle finanze pubbliche, ma la risposta alla domanda "quanto debito dovrebbe emettere il settore dell'amministrazione pubblica" non è univoca. La sostenibilità del debito è un obiettivo primario nel processo di integrazione europea e Sylos Labini nel "Manifesto" evidenziava le conseguenze di un debito pubblico elevato. Il forte legame tra il problema della sostenibilità del debito e la necessità di stimolare la domanda, oltre che l'offerta, per evitare il diffondersi di disoccupazione e disuguaglianze rimane di estrema attualità. Un aspetto rilevante delle azioni correttive intraprese dai governi è il livellamento dei costi finanziari del debito e lo spostamento di parte del debito in avanti, attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati, come gli swap. Con il presente contributo, colmiamo la lacuna nel dibattito di policy, muovendo dal contributo al tema della sostenibilità del debito di Sylos Labini per attualizzarlo alle sfide poste dalla finanziarizzazione.

The sustainability of public debt in the European Union

Debt and its sustainability are crucial elements in determining the soundness of public finances, but the answer to the question "how much debt should the public administration sector issue" is not unique. Debt sustainability is a primary objective in the European integration process and Sylos Labini in the "Manifesto" highlighted the consequences of high public debt. The strong link between the problem of debt sustainability and the need to stimulate demand, as well as supply, to avoid the spread of unemployment and inequality remains extremely topical. An important aspect of the corrective actions taken by governments is the leveling of financial costs of debt and the shifting of part of the debt forward, through the use of financial derivative instruments, such as swaps. With this contribution, we fill the gap in the policy debate, moving from Sylos Labini's contribution to the theme of debt sustainability to actualize it to the challenges posed by financialization.

Giannini: Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze, email: bianca.giannini@mef.gov.it
Oldani: Università degli Studi della Tuscia, email: coldani@unitus.it

Per citare l'articolo:
Giannini B., Oldani C. (2020), "Governance fiscale e sostenibilità del debito pubblico", *Moneta e Credito*, 73 (292): 385-395

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_73.292_6

JEL codes:
E612, G23, H63.

Keywords:
debito pubblico, finanziarizzazione, sostenibilità, swap, Unione Europea.

Homepage della rivista:
<http://www.monetaecredito.info>

La capacità di indebitamento e la sostenibilità del debito sono elementi cruciali per determinare la solidità delle finanze pubbliche, ma la risposta alla domanda "quanto debito dovrebbe emettere il settore dell'amministrazione pubblica" non è univoca.

Tra i primi contributi all'elaborazione di un quadro analitico di riferimento per valutare la "capacità di ripagare" il debito dei governi nel tempo emerge quello di Sylos Labini (1948). Il tema della sostenibilità del debito è stato centrale nel processo di integrazione europea e di

* Gli autori desiderano ringraziare i referee e l'editor per i loro preziosi commenti, il gruppo Think-7 per la stimolante discussione nel maggio 2020. Gli autori dichiarano che questo articolo non ha ricevuto finanziamenti, è conforme ai codici di condotta dell'Università degli Studi di Viterbo "La Tuscia" e del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Le posizioni espresse in questo articolo sono personali; gli autori affermano di non avere alcun conflitto di interessi nel settore pubblico e privato rispetto a questo articolo.



adozione dell'euro. Nel "Manifesto contro la disoccupazione nell'Unione Europea" (Modigliani et al., 1998), Sylos Labini e altri illustri economisti segnalavano che "la contrazione degli investimenti pubblici è avvertita con particolare forza a causa dell'ingente debito pubblico esistente in molti paesi europei e a causa delle conseguenti limitazioni al disavanzo pubblico imposte dai parametri di Maastricht" (p. 393).

Il forte legame tra il problema della sostenibilità del debito e la necessità di stimolare la domanda, oltre che l'offerta, per evitare il diffondersi di disoccupazione e disuguaglianze economiche e sociali in Europa – presente nel "Manifesto" di Sylos Labini – rimane di estrema attualità ancora oggi.

Infatti, la crisi finanziaria del 2007-2009, la crisi del debito sovrano del 2011 e la prolungata stagnazione economica hanno colpito i paesi europei, il cui debito pubblico è cresciuto. Secondo molti autorevoli economisti (ad es. Constancio, 2013) il debito pubblico non è stato la causa, ma l'effetto della crisi nel 2011. Inoltre, parte della letteratura ascrive agli squilibri commerciali nella periferia dell'Eurozona, con conseguente deterioramento delle partite correnti, un ruolo fondamentale nell'inasprimento della crisi economica dopo il 2011 (Perone, 2018); tali squilibri non sono stati affrontati dalle autorità europee di politica economica e rimangono tuttora irrisolti. Le politiche di austerità, dovute in parte alle regole fiscali europee sancite dai Trattati e introdotte in molte legislazioni nazionali, non si sono dimostrate efficaci nel ridurre il debito pubblico, ma hanno avuto effetti distorsivi sulla spesa pubblica, alimentando anche reazioni strategiche da parte dei governi.

Un aspetto rilevante di tali azioni correttive è stato il livellamento dei costi finanziari del debito e lo spostamento di parte del debito in avanti attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati, come i contratti swap sui tassi di interesse (*interest rates swap*, IRS).

I contratti derivati di tipo swap sono contratti scambiati fuori dai mercati regolamentati, hanno lo scopo di migliorare la gestione dei flussi finanziari legati al debito pubblico e garantiscono riservatezza d'informazione e flessibilità. L'uso degli swap rientra tra gli effetti della finanziarizzazione dello Stato, ovvero la "ristrutturazione delle istituzioni statali e del potere in linea con la crescente influenza della finanza nel mondo di oggi" (Lagna, 2016, p. 168). I paesi europei hanno utilizzato gli swap già dagli anni '90 per migliorare i conti pubblici e rispettare i criteri di accesso dell'Unione monetaria europea (UEM). Secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS, 2019), il valore nozionale di prodotti derivati OTC su tassi d'interesse ammontava a 449.000 milioni di dollari a giugno 2020; il contratto più scambiato tra i clienti finanziari e non finanziari è lo swap sui tassi di interesse che viene impiegato per stabilizzare i costi del debito (cioè, gli interessi) e può fornire liquidità, migliorando così il rapporto tra debito e PIL per stati sovrani ed enti pubblici. I contratti swap sono per loro natura pluriennali e i loro effetti finanziari possono manifestarsi lungo alcuni decenni.

Nel 2011, l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ha affrontato le sfide legate alla gestione del debito e ha riferito sui limiti di gestione del debito per i governi statali e locali e più specificamente sul loro uso di contratti complessi, come i derivati OTC. Solo dopo il 2004, l'Eurostat ha aggiornato le norme contabili del settore pubblico per considerare gli strumenti relativi al debito, come gli swap, e ha sostanzialmente rivisto le cifre su debito e disavanzo anche retroattivamente. La revisione dei dati sul disavanzo e sul debito riferiti al 2004 e al 2009 ha contribuito alla crisi della Grecia del 2011. La revisione delle regole statistiche in sede europea dopo il 2014 sull'utilizzo dei contratti derivati di tipo swap ha comportato un aumento del costo del debito pubblico italiano, stimato da Bucci et al. (2020),

nell'ordine di mezzo punto percentuale di PIL nel 2018; altri paesi europei non hanno avuto un tale aggravio, fatta eccezione per la già citata Repubblica ellenica.

La Commissione Europea (2020) ha riconosciuto che il contesto economico e le sfide future sono profondamente cambiate dall'introduzione del *six-pack* e del *two-pack*: il quadro di sorveglianza ha svolto un ruolo nella riduzione del debito pubblico, ma persistono significative divergenze tra stati membri. Inoltre, la *fiscal stance* è stata pro-ciclica e i debiti non sono stati sufficientemente ridotti. Le stesse considerazioni hanno mosso l'European Fiscal Board (2019) ad avanzare delle proposte di revisione del quadro di governance economica. D'altro canto, nonostante i legami tra la crisi della Grecia del 2011 e l'utilizzo di strumenti derivati, ad oggi, nella discussione sulla riforma dei Trattati da parte delle istituzioni europee non è stata rivolta una particolare attenzione al tema della sostenibilità del debito quando i paesi utilizzano gli strumenti finanziari derivati.

Con il presente contributo, colmiamo questa lacuna nell'attuale dibattito di policy, richiamando l'attenzione sull'utilizzo da parte degli stati dell'Unione Europea degli swap su tassi di interesse e i rischi potenziali dell'uso strategico da parte degli stati di contratti derivati. Il presente lavoro, ripercorrendo il contributo al tema della sostenibilità del debito nel pensiero di Sylos Labini, estende l'analisi rispetto alle innovazioni sul tema non affrontate dall'autore che hanno, tuttavia, importanti implicazioni di policy.

L'articolo è strutturato come segue: il prossimo paragrafo sintetizza il dibattito sulla relazione tra economia reale e mercati finanziari; il secondo esamina la letteratura sulla sostenibilità del debito, muovendo dal contributo di Sylos Labini; il terzo discute dei problemi connessi con la finanziarizzazione degli stati europei, compreso l'uso degli swap nel settore pubblico; il quarto fornisce al lettore alcune considerazioni conclusive.

1. Economia reale e mercati finanziari

L'analisi della sostenibilità del debito, pubblico e privato, riaccende il dibattito sulla relazione tra economia reale e mercati finanziari; il debito pubblico è collocato sui mercati finanziari, ma creato nell'economia reale. Nella teoria economica la relazione tra economia reale, produttiva e capitali finanziari è quanto mai complessa e ampiamente irrisolta nei nessi causali e strutturali.

Il modello macroeconomico keynesiano nella reinterpretazione di Hicks descrive con due semplici rette, IS-LM, la relazione tra investimenti, risparmio, moneta e liquidità. Le variazioni del tasso di interesse muovono quelle rette, ma il rischio, l'opportunità, le preferenze degli operatori economici non sono rappresentate nello schema semplificato. L'evoluzione più recente della modellistica hicksiana, i modelli di equilibrio macroeconomico dinamico stocastico (cd. DSGE) sembravano essere riusciti a integrare i due blocchi dell'economia, raggiungendo l'apice della diffusione in accademia nei primi anni 2000 (Woodford, 2003). Lo scoppio della crisi finanziaria nel 2007 ha mostrato il vulnus strutturale dell'approccio DSGE: l'equilibrio non esiste, non si raggiunge e l'instabilità va accettata, governata e 'guidata'. L'instabilità finanziaria mina la sostenibilità del debito, pubblico e privato, attraverso la variazione eccessiva del rischio e delle aspettative degli operatori. Hyman Minsky (1992) aveva sintetizzato con grande eleganza formale il ruolo dinamico del disequilibrio, del rischio e dell'attitudine verso di esso degli operatori, nelle scelte d'investimento e di risparmio; lo stesso Sylos Labini (2003, p. 272) descriveva la potenza del modello minkiano di instabilità

finanziaria fondata sull'indebitamento, pubblico e privato. L'esuberanza irrazionale, il *mispricing* dei rischi e l'eccessivo indebitamento, in assenza di creazione di attività economica produttiva e di investimento, sono alla radice della crisi finanziaria del 2007-2010. L'eccessivo accumulo di rischi e lo squilibrio negli incentivi, alla base del sistema creditizio "*originate to distribute*", hanno alimentato l'instabilità finanziaria che ha caratterizzato la crisi del 2007, rendendo vane molte cure tradizionali, come la restrizione monetaria. La recessione successiva alla crisi finanziaria ha contribuito alla crescita del debito pubblico, ma se da un lato a oltre 10 anni da quella crisi non vi è concordia in accademia su quale sia il miglior metodo per rappresentare le relazioni teoriche tra economia produttiva e capitali finanziari, d'altra parte le regole di ingaggio non sono state ancora migliorate. Le funzioni di salvataggio di ultima istanza delle banche centrali hanno, anzi, acquisito ancora più peso nel dibattito politico e istituzionale in Europa, mentre non è stato introdotto alcun meccanismo correttivo che eviti di socializzare le perdite e privatizzare i profitti della finanza e della speculazione. Il debito pubblico scambiato nei mercati finanziari non è del tutto immune da queste criticità, soprattutto quando non finanzia spesa per investimenti, come spiegheremo meglio nel prossimo paragrafo, riprendendo il pensiero di Sylos Labini.

L'analisi del ruolo della finanza e il suo rapporto con l'economia reale sono tuttora oggetto di studio in economia, politica e filosofia. Il nostro modesto contributo conferma che questo dibattito è quanto mai vivo.

2. La sostenibilità del debito: da Sylos Labini ai difficili giorni nostri

Una politica fiscale si considera sostenibile se consente che il debito pubblico sia rimborsabile in un certo istante dell'orizzonte futuro. Il tema della sostenibilità del debito pubblico trova ampio spazio sia nella letteratura economica sia nell'approccio operativo adottato da governi e istituzioni per la gestione del debito pubblico (vale a dire, *public debt management*).

Nel primo filone molti economisti italiani hanno affrontato, nel secondo dopoguerra, il tema dal punto di vista macroeconomico.

"Sylos Labini (1948, 2003) argomentava che la questione della sostenibilità dei debiti privati e pubblici può essere esaminata in termini semplici; nel capitalismo contemporaneo il saggio dell'interesse va visto come un fenomeno dinamico e nel periodo lungo esso tende a coincidere col saggio dell'aumento del reddito sociale. La proposizione di partenza della analisi consisteva in ciò, che il pagamento degli interessi non crea difficoltà quando si tratta di prestiti produttivi, ossia se il loro impiego dà luogo a un profitto almeno eguale all'interesse, nel caso di prestiti privati, o a un aumento del reddito sociale, nel caso di prestiti pubblici; a sua volta, a parità di prezzi, il profitto sul piano sociale comporta un aumento del reddito. Sia nell'un caso che nell'altro il saggio dell'interesse tende a corrispondere al saggio di aumento del reddito sociale. In particolare, nel caso di prestiti pubblici l'interesse non dà luogo a problemi di redistribuzione del reddito attraverso i tributi né fa crescere la pressione fiscale se l'interesse è pagato con l'aumento del reddito, che consegue a prestiti pubblici di tipo produttivo, mentre si ha un aumento della pressione fiscale complessiva nel caso di prestiti pubblici di tipo improduttivo" (Sylos Labini, 1948, p. 441, ripreso in Sylos Labini, 2003, p. 8).

Alla luce della nascita dell'euro Sylos Labini (2003, p. 9) precisa, citando il pensiero di Pasinetti (1998, p. 108) che

“può essere interessante notare quanto sia cruciale per le finanze pubbliche la differenza tra saggio dell’interesse e saggio di aumento del reddito (entrambi espresso in termini nominali). Per considerare un caso limite, se tale differenza dovesse diminuire fino ad annullarsi, ossia nel caso in cui $i = g$, [...] sarebbe possibile mantenere costante nel tempo un rapporto D/Y di qualsiasi ammontare iniziale, semplicemente rispettando il vincolo di bilancio riguardante l’avanzo primario nullo. Certo, gli interessi verrebbero pagati con ulteriori debiti, ma i debiti addizionali sarebbero esattamente compensati dalla crescita del reddito. L’onere per interessi non avrebbe alcun effetto sul livello [...] della pressione fiscale!’ [...]

I problemi di sostenibilità del debito pubblico dipendono dall’andamento del rapporto D/Y : i problemi sorgono se tale rapporto tende a salire. Per quanto riguarda i prestiti pubblici si può osservare che se lo Stato impiega produttivamente il risparmio ottenuto, quei prestiti concorrono a determinare l’incremento del reddito della società: per conseguenza i tributi che lo Stato pone per pagare gli interessi non aggravano la pressione fiscale, non accrescono cioè il rapporto fra il valore dei tributi ed il volume complessivo del reddito sociale, né quindi provocano intralcio all’attività produttiva o riduzione del tenore di vita dei contribuenti” (Sylos Labini, 1948, p. 441).

Il confronto fondamentale è fra saggio dell’interesse e saggio di aumento del reddito, sia per i debiti pubblici e privati, e la sostenibilità dipende dall’uso produttivo dei fondi raccolti dallo stato con il debito. Il differenziale tra i tassi di interesse e crescita, quale indicatore di sostenibilità del debito, è peraltro incorporato nel Patto di Stabilità e Crescita, messo a dura prova dalla stagnazione economica, che ha caratterizzato la seconda decade degli anni 2000, e dalla pandemia del COVID-19 iniziata nel 2020 (Cataldi et al., 2020).

Sebbene la Commissione Europea abbia avuto il compito di effettuare la sorveglianza sul rispetto del Patto di Stabilità e Crescita sin dalla sua introduzione, solo a seguito del verificarsi della crisi del debito sovrano greco il ruolo della Commissione nel monitoraggio e nella sorveglianza del debito pubblico è stato ampliato, fino ad arrivare alla pubblicazione di un quadro di riferimento per l’analisi di sostenibilità del debito (DSA). La DSA è stata introdotta dalla Commissione Europea allo scopo di definire i programmi di condizionalità per la concessione del supporto finanziario del Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF) e del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Al contrario, prima della crisi finanziaria globale, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) aveva già maturato una lunga esperienza nell’ambito della DSA, utilizzata sia al fine di sorveglianza fiscale sia come strumento per guidare le decisioni relative alla concessione di supporto finanziario ai paesi beneficiari (Alcidi e Gros, 2018, p. 6). Nel tempo, l’analisi del FMI si è evoluta per adeguarsi alle sfide poste dalla crisi finanziaria, ponendo maggiore enfasi sull’analisi dei profili di rischio adottando la seguente definizione “in termini generali, il debito pubblico può essere considerato sostenibile quando il saldo primario necessario per stabilizzare il debito, sia nello scenario di base sia in scenari di shock realistici, è sostenibile economicamente e politicamente, in modo tale che il livello del debito sia coerente con un rischio di ribaltamento accettabilmente basso e con il mantenimento della crescita potenziale a un tasso soddisfacente” (IMF, 2013, p. 4). Questa definizione sintetizza l’attuale stato dell’arte delle metodologie di analisi della sostenibilità del debito (DSA) dopo la crisi globale (Corsetti, 2018, p. 9).

La metodologia della Commissione Europea si basa su un approccio multidimensionale per identificare e differenziare i rischi di sostenibilità fiscale. L’orizzonte a breve termine che comprende l’intervallo temporale che include il successivo anno, è valutata con un indicatore (S0) che consente l’individuazione tempestiva dei rischi di stress derivanti dal lato fiscale e macro-finanziario e della competitività dell’economia. Le sfide di sostenibilità fiscale a medio termine vengono colte attraverso l’uso congiunto dell’indicatore di sostenibilità fiscale a medio

termine (S1) e dell'analisi di sostenibilità del debito (DSA). L'indicatore S1 indica lo sforzo di aggiustamento di bilancio richiesto (in termini di miglioramento del saldo primario strutturale) nei cinque anni successivi alle previsioni per raggiungere l'obiettivo del rapporto debito/PIL del 60 per cento nei successivi 15 anni. Infine, per il lungo termine si avvale dell'uso congiunto dell'indicatore di sostenibilità fiscale a lungo termine (S2) e della DSA. L'indicatore S2 indica l'aggiustamento fiscale iniziale (del saldo primario strutturale) necessario per stabilizzare il rapporto debito/PIL nell'orizzonte temporale infinito. Pertanto la DSA è utilizzata solo per l'analisi di medio e lungo periodo al fine di integrare l'analisi di sostenibilità fiscale tenendo conto delle vulnerabilità associate livelli di debito pubblico elevati. La DSA è effettuata attraverso simulazioni deterministiche e stocastiche, prendendo in considerazione diversi scenari alternativi rispetto ad uno scenario di base, che permettono di analizzare la dinamica del debito nei successivi dieci anni. Tra gli scenari alternativi è incluso uno scenario che assume che i vincoli stabiliti dal Patto di Stabilità e Crescita siano pienamente rispettati (*Stability Growth Pact Scenario*). Secondo le stime più recenti, in tale scenario nel complesso dell'area euro il debito pubblico in media non riuscirà a collocarsi al di sotto dell'obiettivo del debito al 60% rispetto al PIL (nel 2030), a causa della scarsa crescita e dei lasciti della crisi (Commissione Europea, 2020).

3. La finanziarizzazione degli Stati europei

La complessa analisi di sostenibilità del debito nell'Unione Europea sfrutta un ampio spettro di indicatori, ma non considera la finanziarizzazione delle passività degli stati, compreso l'utilizzo da parte degli stati e degli enti pubblici di strumenti finanziari derivati che possono modificare in modo sostanziale i rischi legati al debito pubblico (Lagna, 2016) e possono essere adottati a fini strategici.

La letteratura testimonia che a partire dagli anni '90 molti paesi dell'UE hanno sottoscritto contratti derivati, principalmente swap su tassi di interesse e tassi di cambio, per gestire i (crescenti) costi del debito e coprirne i rischi finanziari: Fastenrath et al. (2017) osservano per 23 paesi dell'OCSE che la relazione tra debito pubblico e mercato finanziario si è evoluta nel tempo in favore del secondo. La regolamentazione finanziaria internazionale implementata dopo la crisi finanziaria del 2007 ha solo parzialmente coinvolto le passività degli stati, creando un pericoloso vuoto dove si possono annidare ingenti rischi (Oldani, 2018).

Gli strumenti finanziari *Over The Counter* (OTC) più utilizzati per gestire il (crescente) debito sono gli swap. Secondo la teoria finanziaria standard, gli swap dovrebbero ridurre i costi del debito (cioè gli interessi) e possono fornire liquidità, migliorando il rapporto tra debito e PIL. Le evidenze empiriche non escludono che contratti swap su tasso d'interesse e di cambio siano stati utilizzati per scopi strategici dagli enti locali (Pèrignon e Valleé, 2017) e per la stabilizzazione del debito pubblico (Commissione Europea, 2010). Nel caso estremo della Repubblica ellenica, la Commissione Europea (ibid., p. 4) ammette quasi sconfortata che i contratti di swap sono stati utilizzati per spostare in avanti pezzi di debito pubblico dal 2004 al 2009, violando i principi contabili europei allora in vigore. La Repubblica italiana, invece, utilizza attivamente gli swap su tasso d'interesse e di cambio per controllare il costo del debito (*hedging*) nel lungo periodo, senza violare alcun principio europeo.

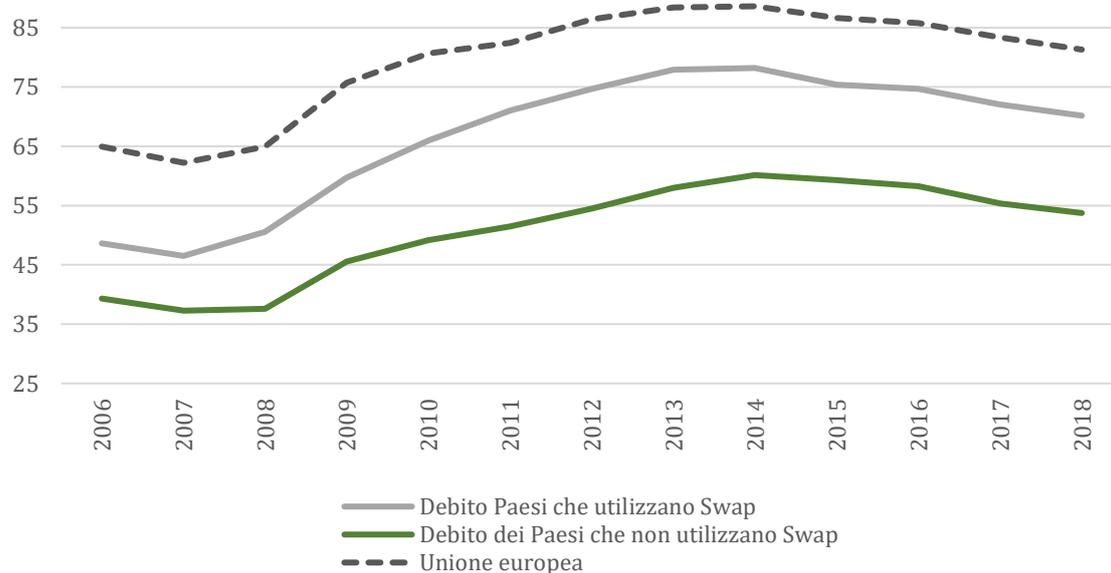
In base ai dati pubblicati da Eurostat di questi contratti si conosce solo l'ammontare nozionale e l'attività finanziaria sottostante (di solito quote di debito pubblico), ma non si

hanno ulteriori dettagli finanziari (nome della controparte, metodo di *pricing*, i coefficienti di rischio, ecc.) a causa della confidenzialità dei contratti scambiati *Over The Counter*.

Un altro filone di letteratura sulla finanza d'impresa ha, inoltre, mostrato che gli swap possono incidere sulla leva finanziaria, sulla capacità di gestire i rischi finanziari e sulla governance. Tuttavia, la scarsa qualità dei dati disponibili sulle passività finanziarie sottoscritte dagli stati non permette di applicare un approccio analogo, molto raffinato dal punto di vista metodologico, al caso degli emittenti sovrani.

Si osserva che nel complesso, nell'Unione il debito pubblico medio è aumentato e soprattutto che dopo la crisi del 2011 non è diminuito in modo sostanziale, nonostante le politiche di austerità implementate per garantire il rispetto dei vincoli imposti dai Trattati (figura 1).

Figura 1 - *Andamento del debito pubblico lordo nell'Unione Europea, 2006-2018*



Fonte: Dati Eurostat, *Excessive Deficit Procedure*. Disponibile alla <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure/edp-notification-tables>

Utilizzando dati annuali del database Eurostat sulla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) sui singoli paesi, riferiti al periodo 2006-2018, come riportati nelle tabelle A1 e A2 in appendice, di seguito si offre una panoramica sintetica sulle statistiche di finanza pubblica e sull'utilizzo degli swap.

Nello periodo 2006-2018, i paesi che hanno attivamente utilizzato gli swap rappresentano la maggioranza e sono Belgio, Croazia, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Lettonia, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Slovenia, Spagna, e Svezia (tabella A1). Questi paesi differiscono ampiamente per dimensioni; il debito rispetto al PIL ha un valore medio del 67 per cento nel periodo 2006-2018 con sostanziali differenze. Alcuni paesi presentano un rapporto debito/PIL inferiore al 40 per cento, mentre la Grecia supera il 180 per cento. La spesa per interessi sul PIL ha un valore medio del 2,3 per

cento durante il periodo in esame e il saldo primario ha un valore medio negativo pari a $-0,47$ per cento, poiché i paesi più grandi registrano dei deficit.

Durante il periodo 2006-2018, il rapporto tra debito pubblico e PIL non è diminuito, si è verificata una prolungata recessione economica e il valore nozionale degli swap sottoscritti dai governi è parimenti cresciuto; ciò suggerisce che possa esistere un circolo vizioso tra swap e debito per alcuni paesi europei. Tuttavia, l'interpretazione della relazione tra aggiustamento fiscale e performance economica richiede cautela, soprattutto nell'analisi delle dinamiche di lungo periodo, in quanto le serie macroeconomiche sono spesso non stazionarie (Hamilton e Flavin, 1986). Infatti, il test di Levin-Lin-Chu sui dati panel dei 18 paesi europei che utilizzano swap conferma che solo il surplus primario rispetto al PIL è stazionario, mentre le altre serie storiche sono integrate del primo ordine (cfr. tabella A1).

Costi e benefici dei derivati finanziari sono difficili da misurare a causa della mancanza di informazioni sui contratti; la scarsa qualità dei dati pubblicati da Eurostat non permette di valutare la bontà della strategia di portafoglio di swap sottoscritti dagli stati. Tale lacuna andrebbe colmata, poiché i rischi finanziari connessi con questi contratti pluriennali possono incidere sulla (in)stabilità del debito.

I rimanenti paesi (Austria, Bulgaria, Cipro, Francia, Lituania, Lussemburgo, Malta e Romania) hanno scelto di non utilizzare gli swap nel periodo 2006-2018 (cfr. tabella A2). Il rapporto medio debito/PIL nel periodo 2006-2018 di questo gruppo di paesi è stato del 51 per cento, inferiore alla media dei paesi che usano gli swap. La spesa per interessi sul PIL era in media pari all'1,8 per cento durante il periodo in esame e il surplus primario ha avuto un valore medio di $-0,22$ per cento, entrambi i valori erano inferiori a quelli riferiti ai paesi che utilizzano gli swap. Il test di Levin-Lin-Chu sui dati panel degli 8 paesi europei che non utilizzano swap mostra che solo la serie degli interessi rispetto al PIL è non stazionaria (cfr. tabella A2).

4. Conclusioni

Nel febbraio 2020 la Commissione Europea ha avviato un dibattito pubblico sulla revisione del quadro di governance economica. La Commissione ha riconosciuto che il contesto economico e le sfide future sono profondamente cambiate dall'introduzione del *six-pack* e del *two-pack*: il quadro di sorveglianza ha svolto un ruolo nella riduzione del debito pubblico, ma persistono significative divergenze tra stati membri. Inoltre, la *fiscal stance* è stata pro-ciclica e i debiti non sono stati sufficientemente ridotti.

Contestualmente al lancio della consultazione pubblica sulla revisione della governance fiscale, il diffondersi della pandemia di Covid-19 ha richiesto una risposta delle istituzioni europee coordinata per gestire l'emergenza e garantire la ripresa dell'economia europea.

In questo contesto, la Commissione Europea ha avanzato diverse proposte innovative. Una delle più importanti novità è senza dubbio rappresentata dall'attivazione, per la prima volta dalla sua inclusione nel quadro di governance fiscale europea nel 2011, della clausola di salvaguardia generale (*General Escape Clause* – GEC) del Patto di Stabilità e Crescita (PSC), che consente di utilizzare a pieno la flessibilità prevista dal braccio preventivo e dal braccio correttivo del PSC, ossia di discostarsi dal normale percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di medio termine per il deficit strutturale previsto dalle regole fiscali europee.

Tale risposta coordinata deve affrontare soprattutto il cronico deficit di spesa per investimenti, come richiamato già nel "Manifesto" degli economisti (Modigliani et al., 1998),

per cui si rende necessaria un’iniziativa di ampio respiro, un piano per la ripresa che miri a garantire in un’ottica di lungo periodo una solida crescita economica e sociale per l’Unione Europea. Una prima lettura dell’allentamento temporaneo dei vincoli fiscali e degli strumenti proposti per la ripresa economica da parte della Commissione, soggetti ad approvazione da parte degli Stati, è il riconoscimento dell’importanza degli stimoli fiscali in chiave anticiclica a sostegno degli investimenti. Si evince anche un rinnovato accento sulla solidarietà tra gli Stati, finalizzata non solo ad affrontare nell’immediato l’emergenza, ma orientata in un’ottica di lunga durata anche alla successiva ripresa. Ciò si traduce nell’abbandono di un approccio basato sull’austerità, che ha caratterizzato la precedente crisi del debito sovrano, pur con riguardo all’obiettivo primario di garantire la sostenibilità fiscale di medio-lungo periodo, che sembrerebbe quindi andare nella direzione auspicata oltre vent’anni fa nel “Manifesto” scritto da Sylos Labini e altri economisti. Tuttavia, i dati statistici disponibili non escludono l’ipotesi che alcuni stati membri abbiano utilizzato attivamente i contratti derivati in modo strategico, al fine di risultare più virtuosi rispetto delle vigenti regole fiscali europee, sfruttando gli effetti finanziari degli swap sui tassi di interesse. Pertanto, malgrado l’opportunità di allentare i vincoli fiscali che non hanno aiutato i paesi a ridurre il debito pubblico elevato, sarebbe opportuno, invece rivedere in chiave più restrittiva gli attuali obblighi di *accountability* e trasparenza e, nell’analisi della sostenibilità fiscale e finanziaria, tenere in considerazione tra gli obiettivi qualitativi del debito pubblico anche il potenziale utilizzo dei derivati. In particolare, per quanto riguarda gli swap, si tratta delle variabili utilizzate per il loro *pricing* (le cosiddette ‘greche’), nonché le informazioni sulla liquidità del contratto e sulla controparte nell’operazione. Bucci et al. (2020, p. 9) afferma, infatti, che “data la complessità delle operazioni in derivati, il loro utilizzo richiede specifici presidi di governance, aggiuntivi rispetto a quelli previsti in generale per la gestione del debito pubblico”.

L’innovazione finanziaria viaggia a forte velocità e quanto osservato con gli swap potrebbe ripetersi con altre innovazioni (ad es. Fintech oppure criptovalute). Da quanto osservato si evince il ruolo cruciale che gli indicatori qualitativi di rischio possono svolgere nel processo di monitoraggio per incorporare gli effetti legati all’instabilità degli strumenti finanziari connessi al debito, una considerazione che potrebbe inserirsi anche nell’intenso dibattito di policy sulle regole fiscali europee.

Bibliografia

- Alcidi C. e Gros D. (2018), “Debt Sustainability Assessments: The State of the Art. Euro Area Scrutiny”, *In-depth analysis requested by ECON Committee of the European Parliament*, Economic Governance Support Unit Directorate-General for Internal Policies of the Union, Bruxelles: Unione Europea.
- BIS – Bank for International Settlements (2019), *Derivatives Statistics*, Basilea: Bank for International Settlements, disponibile alla URL: <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>
- Bucci M., De Angelis I., and Vadalà E. (2020), “Don’t look back in anger: l’utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano”, *Bank of Italy Occasional Paper*, n. 550, Roma: Banca d’Italia.
- Cataldi A., De Crescenzo M., Di Domenico G. e Giannini B. (2020), “COVID-19 e Unione Europea: le implicazioni delle crisi pandemica sulle politiche economiche a livello UE”, *Note Tematiche MEF*, n. 1, Roma: Ministero dell’Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro, Direzione I Analisi economico-finanziaria.
- Commissione Europea (2010), *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics*, Bruxelles: Commissione Europea.
- Commissione Europea (2020), “Debt Sustainability Monitor 2019”, *European Economy Institutional Paper*, n. 120, Bruxelles: Commissione Europea.
- Constancio V. (2013), “The European Crisis and the Role of the Financial System”, Speech at the Bank of Greece conference on *The Crisis in the Euro Area*, Atene, 23 maggio.

- Corsetti G. (2018), "Debt Sustainability Assessments: The state of the art. Banking Union Scrutiny", Study requested by the ECON Committee of the European Parliament, Economic Governance Support Unit Directorate-General for Internal Policies of the Union, Bruxelles: Unione Europea.
- European Fiscal Board (2019), "Assessment of EU Fiscal Rules with a Focus on the Six and Two-Pack Legislation", agosto, Bruxelles, Commissione Europea.
- Eurostat (2020), *EDP – Excessive Deficit Procedure*, Bruxelles: Commissione Europea, disponibile alla URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure/edp-notification-tables>
- Fastenrath F., Schwan M. e Trampusch C., (2017), "Where States and Markets Meet: The Financialization of Sovereign Debt Management", *New Political Economy*, 22. (3), pp. 273-293.
- Hamilton J. e Flavin M. (1986), "On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing", *American Economic Review*, 76, pp. 808-819.
- IMF – International Monetary Fund (2013), "IMF Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries", maggio, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Lagna A. (2016), "Derivatives and the Financialisation of the Italian State", *New Political Economy*, 21 (2), pp.167-186.
- Minsky H. (1992) "The Financial Instability Hypothesis", *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 74, maggio, Annandale-on-Hudson (NY): Levy Economics Institute of Bard College.
- Modigliani F., Fitoussi J.P., Moro B., Solow R., Snower D. e Sylos Labini P. (1998), "Manifesto contro la disoccupazione nell'Unione Europea", *Moneta e Credito*, 51 (203), pp. 375-412.
- Oldani C. (2018), "Global Financial Regulatory Reforms and Sovereign's Exemption", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26 (2), pp. 190-202.
- Pasinetti L.L. (1998), "The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht 'parameter'", *Cambridge Journal of Economics*, 22, pp. 103-116.
- Perone G. (2018). "Produttività del lavoro, dinamica salariale e squilibri commerciali nei Paesi dell'Eurozona: un'analisi empirica", *Economia & lavoro*, 52 (3), pp. 61-98.
- Pèrignon C. e Vallee B. (2017), "The Political Economy of Financial Innovation: Evidence from Local Governments", *The Review of Financial Studies*, 30 (6), pp.1903-1934.
- Sylos Labini P. (1948), "Saggio dell'interesse e reddito sociale", *Rendiconti dell'Accademia Nazionale dei Lincei*, Classe di Scienze Morali, serie VIII, vol. III, fasc. 11-2, novembre, pp. 426-453; ripubblicato nel 2004, *Rivista italiana degli economisti*, 9 (1), pp. 153-183.
- Sylos Labini P. (2003), "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, 56 (223), pp. 1-28.
- Woodford M. (2003), *Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy*, Princeton (NJ): Princeton University Press.

Appendice

Tabella A1 – Dati dei 18 paesi che utilizzano contratti swap

Dati annuali, 2006-2018				
	Oss.	Media	Dev. St.	Stazionarietà
Saldo primario/PIL	234	-0,47	3,63	I(0)
Interessi/PIL	234	2,3	1,37	I(1)
Debito/PIL	234	67	0,38	I(1)
Output Gap	234	-0,82	4,01	I(1)
Swap	220	12.435,6	89.772,41	I(1)

Note: i 18 paesi che utilizzano gli swap sono: Belgio, Croazia, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Lettonia, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Slovenia, Spagna, e Svezia. Il test di stazionarietà è di Levin-Lin-Chu.

Fonte: Eurostat, *Excessive Deficit procedure database* (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure>).

Tabella A2 – *Dati dei paesi che non utilizzano contratti swap*

Dati annuali, 2006-2018				
	Oss.	Media	Dev. St.	Stazionarietà
Saldo primario/PIL	104	-0,22	2,69	I(0)
Interessi/PIL	104	1,79	0,99	I(1)
Debito/PIL	104	0,51	0,29	I(0)
Output Gap	104	-0,41	3,43	I(0)

Note: gli 8 paesi che non utilizzano swap sono: Austria, Bulgaria, Cipro, Francia, Lituania, Lussemburgo, Malta e Romania. Il test di stazionarietà è di Levin-Lin-Chu.

Fonte: Eurostat, *Excessive Deficit procedure database* (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure>).