

LO SPREAD: COS'È E QUALI CONSEGUENZE HA SULLA NOSTRA VITA

Lo spread ha conseguenze molto rilevanti sulla vita delle persone perché è un fattore di freno al credito e all'attività produttiva. Attraverso quali meccanismi? Innanzitutto, uno spread elevato rappresenta un costo netto per lo Stato: se lo spread rimanesse ai livelli attuali, il maggior costo rispetto alla situazione ante maggio scorso sarebbe di 6,6 miliardi nel 2019 e 11,5 miliardi nel 2020. In secondo luogo, uno spread elevato può segnalare che lo Stato sta per perdere l'accesso ai mercati finanziari: questo è un rischio enorme, dato che ogni anno lo Stato deve attingere ai mercati risorse per circa 400 miliardi, quasi la metà dell'intera spesa pubblica. In terzo luogo, un forte aumento dello spread è in grado di generare crisi delle banche, compromettendone redditività e solidità, con gravi perdite per i risparmiatori, e recessione, dunque maggiore disoccupazione, povertà, esclusione sociale. Lo dimostra un confronto con il Belgio, un paese che partiva da un debito più alto dell'Italia negli anni novanta, ma è riuscito a ridurlo rapidamente e ad affrontare la crisi dei debiti sovrani in Europa in condizioni di maggiore solidità dei conti pubblici rispetto all'Italia.

A cura di Giampaolo Galli

Da qualche mese, lo spread è tornato sulle prime pagine dei giornali, ma non tutti sanno esattamente di cosa si tratta e che conseguenze ha sulla nostra vita. Proviamo a spiegarlo ai non addetti ai lavori in parole comprensibili, ma rigorose.

Cos'è lo spread?

Spread è un termine inglese che ha vari significati: a noi interessa il significato di scarto o differenza. In particolare ci interessa la differenza, o spread, fra il rendimento dei titoli di Stato italiani (o di altri paesi) e quello degli analoghi titoli tedeschi. Questi ultimi sono spesso presi a riferimento perché sono i più bassi d'Europa e anche fra i più bassi del mondo. Se un titolo italiano, diciamo un BTP a 10 anni, rende il 3,5 per cento e l'analogo titolo tedesco, ossia il Bund a 10 anni, rende lo 0,5 per cento, diciamo che lo spread è pari a (3,5 per cento - 0,5 per cento), ossia al 3,0 per cento.

BOX 1: Percentuali e punti base

In gergo, si dice quindi che lo spread è 300 punti base, che equivale al 3 per cento. Ogni centesimo di punto percentuale equivale a un punto base, per cui se diciamo che lo spread è aumentato da 10 punti base, da 300 a 310, intendiamo dire che il rendimento del titolo italiano eccede quello dell'analogo titolo tedesco non più di 3,0 punti percentuali, ma di 3,1. Questa variazione può essere avvenuta perché è sceso, poniamo dallo 0,5 per cento allo 0,4 per cento, il rendimento del titolo tedesco oppure perché è aumentato il rendimento del titolo italiano, dal 3,5 per cento al 3,6 per cento. In ogni caso la differenza è il 3,1 per cento.

Perché i titoli italiani hanno un rendimento più alto dei titoli tedeschi?

La ragione è semplice: perché il mercato li considera più rischiosi. I titoli tedeschi sono considerati praticamente privi di rischio nel senso che si è sostanzialmente certi che lo Stato tedesco farà fronte alle proprie obbligazioni, ossia al pagamento di cedole e capitale, in modo puntuale. Per i titoli italiani, come di tanti altri paesi, non vi è questa certezza e quindi chi acquista pretende un premio per il rischio, ossia lo spread. In altre parole, gli investitori (risparmiatori italiani o esteri, persone fisiche o fondi professionali che siano) chiedono un rendimento più alto a compensazione del maggior rischio che si assumono.

BOX 2: Le componenti del rischio sul debito pubblico italiano

Attualmente il rischio sul debito pubblico italiano ha due componenti.

- 1. Rischio default. Una componente del rischio è data dal timore che, prima o poi, non riuscendo a ridurre la dimensione del debito in rapporto all'economia, il governo italiano finisca per ricorrere ad una riduzione forzosa, tagliando il valore di rimborso dei titoli oppure allungando le scadenze o entrambi: ad esempio, un BTP che promette di pagare 100 euro fra due anni viene trasformato in un titolo che paga 60 euro fra 20 anni. Ovviamente, si tratterebbe di una perdita secca per il risparmiatore. Quando gli investitori percepiscono questo rischio si dice che lo Stato è considerato a rischio insolvenza.*
- 2. Rischio ridenominazione. L'altra componente del rischio è legata al timore che l'Italia esca dall'euro e decida di ridenominare il debito in valuta domestica, il che significa che lo Stato pagherà in moneta svalutata, anziché in euro. Anche in questo caso, il risparmiatore subirebbe una perdita, tanto più grande quanto più ampia la svalutazione della nuova moneta.*

Qual è la situazione degli altri paesi dell'eurozona?

Anche gli altri paesi dell'eurozona hanno uno spread positivo rispetto alla Germania, ma è più basso di quello italiano: ad esempio, alla data del 11 ottobre a metà giornata, l'Olanda aveva uno spread di soli 11 punti base e la Francia di 36. Anche paesi come Spagna e Portogallo, che pure hanno sofferto molto per la crisi economica, hanno uno spread inferiore a quello dell'Italia: 111 e 147 rispettivamente. Solo la Grecia ha ancora uno spread più alto, attorno ai 400 punti base.

Dunque in questo momento, il debito italiano è considerato il più rischioso dell'Eurozona, dopo quello greco.

Perché lo spread ci deve preoccupare

Lo spread ci deve preoccupare per tre ragioni.

1. *La prima ragione è che quanto più alto è lo spread tanto più alto sarà il costo del finanziamento per il Tesoro italiano.*

Questo significa che alla fine i contribuenti saranno chiamati a pagare il conto. Facciamo un semplice conto sul retro di una busta. Il debito pubblico italiano è circa il 130 per cento del Pil (il Pil è la ricchezza prodotta in un anno in Italia). Supponiamo che il costo del finanziamento aumenti, per via dello spread, di un punto percentuale, ossia di 100 punti base, ad esempio dal 2 per cento al 3 per cento e che questo avvenga per tutte le tipologie di titoli, sia a breve sia a medio e lungo termine.

Ora facciamo una moltiplicazione: maggior tasso di interesse per debito/Pil, ossia (1 per cento X 130 per cento) = 1,3 per cento. Questo ci dice che se il tasso d'interesse aumenta dell'1 per cento, alla lunga gli interessi sul debito pubblico aumenteranno di 1,3 per cento del PIL, che corrispondono a circa 22 miliardi. Questi 22 miliardi sono un costo per lo Stato che prima o poi dovrà essere coperto con nuove tasse o tagli di spesa.

Se lo spread aumenta non di 100, ma di 600 punti base, il livello che quasi si toccò nel 2011, alla lunga il costo aggiuntivo per lo Stato è di 132 miliardi, un vero e proprio salasso. Abbiamo detto che ciò succede "alla lunga" perché l'aumento dello spread non fa aumentare il costo del finanziamento dello Stato immediatamente: i titoli in circolazione infatti scadono un po' alla volta e oggi, in Italia, hanno una vita media residua di oltre sette anni. Dunque, l'aumento di costo si realizza gradualmente man mano che lo Stato si deve indebitare per finanziare nuovo disavanzo o per rinnovare i vecchi titoli che vengono a scadenza. Un aumento di 100 punti base dei tassi di interesse su tutti i titoli pubblici (sia a breve che a medio e lungo termine) si traduce in un maggior costo per lo Stato di 2 miliardi nel primo anno, 4,5 nel secondo, 6,6 nel terzo, via via crescendo fino a 22 miliardi.

Lo spread significa dunque più tasse o minori servizi pubblici. Il guaio è che le maggiori tasse non finanziano opere meritevoli, come aiutare i bisognosi o mettere in sicurezza gli edifici scolastici, ma sono un puro spreco perché servono semplicemente a compensare i risparmiatori del rischio che si assumono per via della scarsa affidabilità dello Stato, vera o percepita che sia; un'assurdità davvero.

BOX 3: Quanto ci costa lo spread

Per avere un'idea di quanto ci costa lo spread, l'Osservatorio dei Conti Pubblici Italiani ha calcolato che, se rimanesse a 315 punti base, la spesa per interessi sul debito sarebbe più alta di quanto era previsto nel Def di aprile, ossia prima che partissero gli aumenti a fine maggio, di ben 6,6 miliardi nel 2019 e di 11,5 miliardi nel 2020.

L'Osservatorio CPI propone un altro conto utile, basato su un semplice confronto fra Italia e Germania. Nel 2017 il costo medio del debito italiano – calcolato come spesa per interessi in rapporto al debito – era 2,9 per cento, un valore straordinariamente basso dovuto alla politica ultra espansiva della BCE e al fatto che negli anni scorsi lo spread non era a 315 punti base come adesso, ma per lo più fra 120 e 150. Il costo medio del debito tedesco era però molto più basso, quasi la metà di quello italiano: 1,6 per cento. Applicando il costo medio del debito tedesco allo stock di debito italiano in rapporto al Pil (131,2 per cento a fine 2017), si ottiene un onere per interessi pari al 2,1 per cento del Pil, invece del 3,8 per cento che è quello che l'Italia ha effettivamente speso nel 2017. Insomma, se il nostro spread con la Germania fosse zero, la nostra spesa per interessi sarebbe più bassa di 1,7 punti percentuali del Pil, che corrispondono a oltre 30 miliardi di euro. L'esercizio è ovviamente teorico, ma ci dà un'idea di quali siano i vantaggi che potremmo avere da una gestione più oculata della finanza pubblica; il che comporta di portare l'avanzo primario (ossia il bilancio al netto degli interessi) in prossimità di quel 4 per cento, che, come ha più volte ribadito anche la Banca d'Italia, è il valore necessario per mettere il rapporto debito/Pil su una traiettoria discendente solida, ossia capace di resistere a eventi avversi (come la fine della politica iper-espansiva della BCE o una recessione) e quindi di rimuovere i dubbi degli investitori sulla sostenibilità del debito pubblico.

- 2. La seconda ragione per cui dobbiamo preoccuparci dello spread è che un suo aumento può segnalare che lo Stato sta per perdere l'accesso al mercato.*

Quando i risparmiatori perdono la fiducia nello Stato ciò si traduce inizialmente in maggiore spread, ma può poi sfociare nel rifiuto di comprare i titoli perché sono considerati troppo rischiosi. Questo è successo durante la cosiddetta crisi dei debiti sovrani in vari paesi europei (Grecia, Irlanda, Portogallo) e stava per succedere in Italia, nel novembre del 2011.

La perdita di accesso al mercato è un evento catastrofico, perché significa che lo Stato non ha più i mezzi finanziari per far fronte alle proprie obbligazioni. Per avere un'idea dell'ordine di grandezza del problema per l'Italia, si consideri che ogni anno lo Stato deve

reperire circa 400 miliardi di euro sul mercato finanziario, ossia emettendo titoli, e il totale della spesa pubblica è di 840 miliardi. Dunque se le aste dei titoli pubblici andassero deserte ben presto lo Stato avrebbe difficoltà a pagare le pensioni, gli stipendi pubblici, i fornitori e così via.

In questi casi, per evitare il caos, non vi sono molte alternative rispetto ad andare con il cappello in mano a chiedere credito ad altri Stati o a enti sovranazionali come il Fondo Monetario Internazionale. Ma questo significa che il paese è commissariato.

3. *La terza ragione è che lo spread mette in crisi le banche e genera una restrizione del credito.*

L'aumento dello spread agisce sul sistema bancario attraverso due canali. Il primo è che fa aumentare il costo della raccolta delle banche, in particolare di quella obbligazionaria, che ammonta a circa 314 miliardi. Ciò avviene perché un eventuale default dello Stato non potrebbe non avere conseguenze molto negative sulle banche, specie quando esse detengono un grande quantità di titoli di Stato. Se aumenta il costo della raccolta, che è la materia prima delle banche, queste, prima o poi, sono costrette ad aumentare il costo del denaro per le famiglie e le imprese. A scanso di equivoci, non aumentano le rate dei mutui già stipulati a tasso variabile che sono tipicamente legate all'Euribor che è un tasso europeo, poco influenzato dalle vicende di un singolo paese. Ma aumenta il costo per i nuovi mutui, sia a tasso fisso che a tasso variabile, e aumenta il costo dei finanziamenti alle imprese.

Il secondo canale è più complicato da spiegare, ma è quello più importante. Una semplice regola della matematica finanziaria dice che quando aumentano i tassi d'interesse il valore dei titoli diminuisce. Dato che i titoli di Stato rappresentano oggi circa il 10 per cento dell'attivo delle banche, all'aumentare dei tassi d'interesse si erode il loro patrimonio, il che, in base alle regole prudenziali internazionali, le obbliga a ridurre il credito.

L'alternativa è quella di ricapitalizzarsi sul mercato, ma questo è molto difficile proprio perché uno spread elevato deprime i corsi di borsa delle banche e rende molto costosi gli aumenti di capitale. Da metà maggio ad oggi, in corrispondenza dell'aumento dello spread, l'indice di borsa dei titoli bancari ha perso oltre il 30 per cento; si stima che mediamente 100 punti base di spread riducano la capitalizzazione di borsa delle prime cinque banche italiane di 13,6 miliardi.

Un problema ulteriore si pone nel caso in cui le agenzie di rating decidessero di declassare ulteriormente il debito sovrano dell'Italia. Ciò restringerebbe la possibilità per le banche italiane di accedere ai finanziamenti della BCE che vengono erogati a fronte di garanzie che devono essere di buona qualità (in gergo, i titoli dati in garanzia devono essere “*investment grade*” e non *junk*, spazzatura). Al momento, per le tre principali agenzie di rating (Standard and Poor’s, Moody’s e Fitch) il debito pubblico italiano sta due gradini sopra il livello spazzatura. Per una quarta agenzia (la canadese DBRS) invece il nostro debito sta tre gradini sopra. Se per tutte le agenzie di rating il debito pubblico dovesse essere declassato fino al livello spazzatura, una eventualità che al momento sembra piuttosto remota, le banche perderebbero l’accesso alla liquidità della BCE, come è successo negli anni scorsi alle banche greche.

Il punto chiave è che le medie del sistema non sono molto rilevanti. Come si è visto negli ultimi anni in Italia, basta che poche banche, anche di non grandi dimensioni, vadano in crisi per creare tensioni sull’intero sistema e generare una restrizione del credito all’economia.

BOX 4: Per approfondire gli effetti sul credito¹

Per capire gli effetti dell’erosione del capitale, si deve partire da due numeri. Il primo è 10,5 per cento che rappresenta il minimo regolamentare stabilito dalla vigilanza europea per la media delle banche italiane del cosiddetto CET1 ratio, ossia il rapporto fra il capitale proprio delle banche (capitale nel senso di Equity Tier 1, diciamo capitale di alta qualità) e attivo ponderato per il rischio. Di norma e salvo diversa valutazione della vigilanza, se una banca scende sotto questo livello deve ridurre la rischiosità dell’attivo, il che comporta essenzialmente di ridurre i crediti all’economia. L’altro numero è 40 punti base che rappresenta la riduzione del CET1 che si verifica in media per effetto di un aumento di 100 punti base dello spread. In pratica, il CET1 ratio delle prime 5 banche italiane era al 13,2 per cento a fine marzo ed è sceso di 50 punti base, a 12,7 per cento, a fine giugno. Un ulteriore aumento rispetto a giugno di 100 punti base dello spread determinerebbe un’ulteriore discesa di questo rapporto a 12,3 per cento. Si dirà che siamo ancora lontani dal minimo di 10,5 per cento, il che è vero, ma il problema è che ci sono grandi differenze fra banche e alcune potrebbero essere già molto vicine o addirittura sotto il minimo, anche se non lo sapremo per certo fino a che non verranno

¹ Le stime citate in questo riquadro sono tratte dalla ricerca di The European House – Ambrosetti: “La fine del Quantitative Easing della BCE: quali impatti sul debito pubblico e sul sistema bancario”, presentata da Carlo Cottarelli il 9 settembre 2018 a Cernobbio.

pubblicati i bilanci. Le banche possono aumentare il CET1 ratio, anche ricapitalizzandosi, ma questo richiede che la borsa non sia troppo depressa, oppure facendo più utili da mettere a riserva, ma questo richiede tempo e può richiedere aumenti del costo del denaro per la clientela.

La lezione del 2011

La restrizione del credito fu la prima manifestazione concreta della crisi del 2011, ben prima che entrassero in vigore, all'inizio del 2012, le misure fiscali restrittive decise nel corso dell'anno. Durante l'estate del 2011, si ebbe un forte rallentamento del credito che diventò un vero e proprio crollo dal dicembre di quell'anno. Contestualmente, la crescita del Pil si fermò già nel secondo trimestre, diventò negativa nel terzo (-0,6 per cento) e subì un crollo, dello 0,9 per cento (-3,6 per cento in ragione d'anno) nel quarto.

Dato che nel corso del 2012 il credito bancario continuò a diminuire, la caduta del Pil continuò e l'anno si chiuse con una caduta del 2,9 per cento. La recessione fu solo in parte dovuta alle misure di bilancio restrittive; si stima che per oltre metà sia stata dovuta alla restrizione del credito.

Peraltro le stesse misure restrittive del bilancio pubblico furono prese proprio per far fronte alla minaccia dello spread. Indipendentemente dal giudizio che si può dare sui due diversi governi che hanno preso quelle misure (per più di metà attribuibili alle manovre di luglio e agosto 2011 e per la restante parte alla manovra di dicembre), va considerato che tutti i paesi che hanno affrontato crisi di fiducia nei confronti del debito sovrano hanno dovuto fare ricorso a misure fiscali restrittive che tipicamente peggiorano la condizione dell'economia reale, ma consentono di evitare il baratro rappresentato dall'impossibilità per lo Stato di finanziarsi sul mercato. È peraltro evidente che se non ci fosse stata la crisi dello spread la vicenda politica ed economica del biennio 2011-2012 sarebbe stata completamente diversa e l'Italia non avrebbe conosciuto la seconda e più devastante recessione, dopo quella del 2008-2009.

La stretta fiscale, assieme all'attuazione di alcune riforme strutturali che da tempo erano state segnalate come necessarie dalla Commissione Europea, è stato anche un fattore decisivo che consentì alla BCE di prendere una posizione molto ferma a difesa dell'Euro con la famosa frase di Draghi, del 26 luglio 2012, che fece capire che la BCE avrebbe fatto tutto ciò che era necessario per evitare una crisi sistemica in Europa. Quella presa di posizione interagì positivamente con le politiche di risanamento che si stavano attuando in

Italia e consentì di eliminare gradualmente le tensioni sui mercati dei titoli sovrani in Europa.

La lunga e profonda recessione italiana, a sua volta, ha retroagito sul credito bancario creando nel tempo il problema dei crediti non performanti (NPL, *Non Performing Loans*) che hanno aggravato il problema dell'erosione del capitale delle banche e, assieme a episodi di *mala gestio*, hanno generato i ben noti episodi di crisi delle banche.

Rispetto al 2011, oggi c'è maggiore liquidità in circolazione, per via della politica monetaria ultra espansiva della BCE, ma alcune banche sono probabilmente più fragili di allora per l'eredità della lunga crisi degli anni passati. Dunque, non sono minori i rischi per le banche e, a valle, per le famiglie e le imprese che hanno bisogno del credito.

Le conseguenze degli aumenti dello spread sull'economia reale

Per cogliere le conseguenze della crisi italiana del 2011 sull'economia reale, è utile fare il confronto con il Belgio, un paese che partiva negli anni novanta con un debito più alto del nostro (138 per cento nel 1993) e che all'avvio dell'Euro, nel 1999, aveva lo stesso rapporto debito/Pil dell'Italia e anche lo stesso Pil pro-capite (in parità di potere d'acquisto). A differenza dell'Italia, nei primi anni duemila il Belgio mantenne un elevato avanzo primario (quasi 5 per cento in media fra il 1993 e il 2007, a fronte del 2,9 dell'Italia) che gli consentì di porre il rapporto debito/Pil su una traiettoria di rapida discesa. Allo scoppio della crisi dei *subprime*, il debito del Belgio era, sceso al 87 per cento del Pil, ben 50 punti al di sotto del picco del 1993. La chiara discesa del debito consentì al Belgio di non perdere la fiducia dei mercati finanziari e rese possibili politiche di sostegno della domanda ben più consistenti di quelle, assai modeste, che furono possibili in Italia². Talché in Belgio, fra il 2007 e il 2009, secondo i dati Eurostat, la caduta del Pil fu solo del 1,5 per cento, mentre in Italia fu del 6,5 per cento. Ancora più importante è la circostanza che la seconda crisi, quella dei debiti sovrani, ebbe effetti molto modesti sul Belgio. In Italia invece si ebbe crescita quasi zero nel 2011 e negativa (-2,9 per cento) nel 2012. Soprattutto, furono molto diverse le evoluzioni successive delle due economie. L'Italia si riprese dalla recessione solo a partire dal 2014 e molto lentamente; ancora nel 2017, il Pil dell'Italia stava sotto il livello del 2007 di oltre 5 punti percentuali. Il Belgio invece conobbe

² Fra il 2007 e il 2009 il deficit strutturale, ossia al netto dei fattori ciclici, aumentò in Belgio di 3,2 punti di Pil (da 0,7 per cento a 3,9); in Italia, l'aumento fu solo di 1,2 punti (da 3 per cento a 4,2).

un solo anno di recessione, il 2009, e si riprese rapidamente; nel 2017, in termini di Pil, si collocava quasi 10 punti al di sopra del livello del 2007.

Le conseguenze di queste diverse evoluzioni sulla situazione sociale dei due paesi sono molto evidenti e possono essere misurate da tre variabili:

- Il Pil pro-capite del Belgio (calcolato sempre a parità di potere d'acquisto) supera oggi quello dell'Italia di ben 20 punti percentuali.
- Il tasso di disoccupazione in Belgio era al 7,5 per cento nel 2007, arrivò al massimo al 8,5 per cento nel 2014 ed è oggi al 7,1 per cento, dunque sotto il livello pre-crisi. In Italia, il tasso di disoccupazione è salito dal 6,1 per cento nel 2007 al 10,7 nel 2012 e al 11,2 nel 2017.
- Il numero di "Persone a rischio di povertà e esclusione sociale", l'indicatore più usato in Europa per misurare le condizioni di disagio della popolazione, in Belgio, era al 21,6 per cento nel 2007, non è aumentato negli anni successivi e si colloca oggi al 20,3 per cento. In Italia, il punto di partenza era più alto (26 per cento nel 2007), la situazione è peggiorata negli anni della crisi dei debiti sovrani (29,9 per cento nel 2012) e non è migliorata negli anni successivi, tanto che nel 2017 si collocava ancora 28,9 per cento.

Si può ovviamente obiettare che non tutto ciò che è successo su un periodo di tempo così lungo è attribuibile alla diversa reazione dei due paesi alla crisi dei debiti sovrani del 2011 e che molti altri fattori possono averne determinato gli sviluppi. In particolare, la crescita del Belgio era notevolmente superiore a quella dell'Italia già nel periodo precedente la crisi: fra il 1995 e il 2007, la crescita media del Belgio è stata del 2,4 per cento a fronte di ben più modesto 1,5 per cento dell'Italia. E tuttavia non si può fare a meno di notare come la crisi del 2011 e la lunga recessione che ne è seguita abbia pesato come un macigno anche sulla capacità dell'Italia di attuare le riforme che sarebbero state necessarie per migliorare il tasso di crescita dell'economia. In sostanza, in Italia si è sviluppato un circolo vizioso, che è tipico dei paesi ad alto debito pubblico: l'alto debito rende il paese fragile ed esposto a crisi finanziarie, quando queste scoppiano diventa necessario attuare politiche restrittive che deprimono l'economia (ma in assenza di tali misure la perdita di accesso ai mercati causerebbe una caduta del Pil anche maggiore), peggiorano le condizioni sociali e fiaccano la capacità del paese di attuare le riforme che sarebbero necessarie per uscire dal circolo vizioso.

È anche utile osservare che il Belgio ha evitato la crisi attuando politiche di sostegno della domanda fino al 2012 (con deficit pubblici attorno al 4 per cento), ma negli anni successivi

ha condotto una politica di rientro graduale, talché nel 2017 aveva un deficit all'1 per cento e un debito al 100 per cento del Pil. Dunque la maggior crescita del Belgio negli ultimi sei anni non è attribuibile a politiche di deficit spending.

Si può anche obiettare che durante e dopo la crisi vi furono responsabilità non solo dell'Italia, ma anche dell'Europa e della BCE. Questo è vero ed è indubbio che l'euro-zona richieda modifiche profonde, ma rimane il fatto è soprattutto responsabilità dei governi dei singoli paesi di evitare di trovarsi in condizioni di eccessiva fragilità finanziaria, perché, come abbiamo visto, le conseguenze di una crisi di fiducia, che si manifesta in un alto livello dello spread, ricadono in modo estremamente pesante sulle persone del singolo paese, in particolare sulle fasce più deboli che sono le più esposte ai rischi di disoccupazione, povertà ed emarginazione sociale.

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore

Osservatorio CPI

I Osservatorio conti pubblici italiani

 @OsservatorioCPI

 @CottarelliCPI