

OSSERVATORIO
DI POLITICA INTERNAZIONALE

Note

Eurobonds: quale ricetta per uscire dalla crisi?

a cura di Carlo Altomonte (Associate Senior Research Fellow dell'ISPI e Professore di Politica economica europea dell'Università Bocconi)

n. 37 – giugno 2012

Lo scenario macroeconomico globale del primo semestre del 2012 ha rilevato una serie di modifiche rispetto al precedente periodo, presentando dunque **nuovi problemi per i legislatori europei**. A inizio anno il combinato disposto di interventi della BCE (Ltro per oltre 1.000 miliardi di euro tra dicembre e febbraio) unito all'accordo sul **Fiscal Compact** per la messa sotto controllo dei debiti pubblici europei aveva generato un *relief rally* tale da riportare gli *spread* in zona di relativa tranquillità e riducendone la volatilità su livelli storicamente bassi rispetto all'incertezza del quadro macroeconomico. Questo scenario è poi stato scosso dal **risultato elettorale in Francia** e, soprattutto, in **Grecia**, oltre che dalle crescenti difficoltà del settore bancario spagnolo, elementi che hanno riportato gli *spread*, specialmente quello italiano e spagnolo, ad aprirsi, in una configurazione classica dello scenario risk-off che non a caso ha penalizzato anche i listini azionari e l'euro.

Il problema attuale in Europa è dunque quello di **convivere con una cornice istituzionale di uscita dalla crisi non più attuale** (poiché i tassi di crescita negativi registrati in Europa non hanno rotto il legame tra rischio sovrano e sistema bancario, contrariamente alle attese della strategia fiscal compact-Ltro), in assenza, al momento, di una chiara rotta alternativa. Di conseguenza, lo *spread* tra i bond dei paesi cosiddetti **Piigs** (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) e il *Bund* tedesco ha continuato a crescere nel mese di maggio e nella prima settimana di giugno, spingendo fortemente per un intervento strutturale e condiviso dei paesi dell'Eurozona.

A questo proposito, il **Consiglio europeo del 23 maggio** ha formalmente investito i vertici europei (Barroso, Van Rompuy, Draghi, Juncker) della responsabilità di proporre una *roadmap* sul tema *Eurobond*, da portare alla discussione del **Consiglio europeo di fine giugno**. È dunque opportuna una ricognizione tra le diverse proposte in campo.

In estrema sintesi, la proposta più semplice oggi in discussione è quella degli *Eurobills* formulata lo scorso anno da **Christian Hellwig** – professore alla Toulouse School of Economics – e da **Thomas Philippon** – professore associato di finanza alla New York Stern School of Business. Limitandone l'ammontare totale alle nuove emissioni (**10% del PIL**) e la scadenza (meno di un anno), gli *Eurobills* impedirebbero la creazione di impegni nel medio-lungo periodo; d'altro canto però, gli stessi riuscirebbero a coprire circa metà dei bisogni di finanziamento per un anno come ad esempio il 2012. Potrebbero dunque essere un ottimo primo passo e una valida alternativa alla

proposta tedesca di *European Redemption Funds* (Erf) formulata da un gruppo di economisti del **Consiglio tedesco di esperti economici** (*Sachverstaendigenrat*).

L'idea è di creare un **fondo di rimborso** che servirà a rifinanziare il debito degli Stati dell'Eurozona per oltre il **60% del loro PIL**; il fondo garantirà solidalmente il debito in eccesso per aiutare gli Stati a estinguerlo a costi ridotti. È altresì chiaro che Berlino non sembra voler sostenere, al momento, l'idea *Eurobonds*; per questa ragione i tecnici stanno iniziando a spostare la propria attenzione su **proposte intermedie** per arrivare, in un eventuale futuro, alla completa condivisione del debito pubblico. Tra queste due proposte, vi è dunque **una serie di alternative e di possibili soluzioni** che devono essere analizzate in dettaglio per carpirne l'essenza, l'utilità potenziale e i rispettivi costi; in questo documento analizzeremo ogni proposta al fine di discernerne ogni peculiarità.

Le diverse proposte formalmente sul tavolo dei legislatori, cui in qualche modo si rifanno anche le proposte circolate in Italia da **Prodi-Quadrio Curzio** e da **Tremonti-Juncker**, sono le seguenti:

- ***Eurobills*** (C. Hellwig e T. Philippon)
- ***Debt Redemption Pact*** (Consiglio tedesco di esperti economici)
- ***Blue-Bond/Red-Bond*** (Bruegel Think Tank)
- ***Stability Bonds*** (European Commission)
- ***European Safe Bonds-ESBies*** (Euronomics Group)

(Le proposte sono quelle menzionate nel documento finale del Parlamento europeo al termine delle consultazioni sugli ***Stability Bonds*** dell'8 gennaio scorso)

Gli Eurobills

La proposta Eurobill, come accennato, è stata formulata dai professori Christian Hellwig e Thomas Philippon.

Gli autori scrivono (nel sito *VoxEU*) che l'immissione di *Eurobills* (**debito con scadenza inferiore a un anno**) fino al 10% del PIL dell'Eurozona aiuterebbe nella gestione della crisi, nell'implementazione di una nuova regolamentazione finanziaria e di politiche monetarie e nella minimizzazione del rischio di azzardo morale. **L'idea di base è di prevenire crisi di liquidità** che si autoalimentano e di interrompere la relazione negativa tra crisi degli Stati sovrani e crisi del sistema bancario, minimizzando al tempo stesso il rischio di azzardo morale; gli autori sottolineano che la proposta non è alternativa a una migliore *governance* economica e disciplina fiscale, ma è complementare alle stesse.

Infatti, dato che l'emissione di Eurobills sarà condizionata a serie politiche fiscali di lungo termine, questa proposta provoca l'irrobustimento dell'intelaiatura istituzionale esistente. Inoltre, considerando che gli Eurobills sostituiranno il debito a breve termine presente sul mercato, la loro emanazione non provocherà nessun aumento nell'ammontare di titoli a breve termine.

Per **chiarire la portata della manovra**, consideriamo un esempio numerico. Se Spagna, Belgio o Italia decidessero di emettere l'intera quota di Eurobills di loro competenza (10% del Gdp), questo ammontare sarebbe sufficiente per coprire metà dell'ammontare dei rifinanziamenti necessari per il 2012. **Gli Eurobills permetterebbero all'Italia di risparmiare circa 5 miliardi di euro all'anno** (dall'abbassamento dei tassi a breve termine) e mediamente la stessa cifra in termini di risparmio indiretto dalla stabilizzazione dei tassi a lungo termine (in totale è un ammontare equivalente al piano di austerità di circa 30 milioni su tre anni varato dal governo Monti).

Per concludere, **l'obbligo di partecipazione non è stringente** e se gli Stati partecipanti dovessero intraprendere politiche o manovre in grado di minare l'efficacia del programma, gli altri Stati partecipanti potranno facilmente decidere di interrompere il programma alla scadenza dei bond, quando cioè dovrebbe essere effettuata una nuova emissione. È altresì necessario che gli Stati nazionali trasferiscano in toto all'Unione il potere di emettere titoli del debito pubblico a breve scadenza: questa è una condizione necessaria per garantire la credibilità dell'operazione e dei titoli stessi (il diritto di rimborso a scadenza del titolo).

Infine, è importante che tutti gli Stati dell'Eurozona partecipino all'operazione per evitare speculazioni finanziarie nei confronti dell'*Eurobill* e **inutili competizioni tra titoli del debito sovrano dei singoli Stati e titolo europeo** (questa eventualità potrebbe fortemente sfavorire i paesi esclusi dalla manovra e creare spiacevoli situazioni di inasprimento del rischio sovrano degli stessi).

Gli *Eurobill*, così come concepiti dagli ideatori, non impongono modifiche dei Trattati comunitari o delle costituzioni degli Stati dell'Eurozona (in particolare di quella tedesca) in quanto non violano alcuna previsione degli stessi.

La proposta dell'European Redemption Fund (Erf)

Nel rapporto annuale del 9 novembre 2011 il **Consiglio tedesco di esperti in economia** (*Sachverstaendigenrat*) ha presentato la proposta di un **Fondo di rimborso europeo**: basandosi sulle previsioni del **Patto di stabilità e crescita**, l'idea è di combinare responsabilità singole e condivise e un profuso sforzo individuale per rinforzare le capacità debitorie dei membri dell'Eurozona per i prossimi anni fino al raggiungimento di un rapporto debito/Pil pari al 60% nei prossimi vent'anni (al raggiungimento di tale obiettivo è prevista l'estinzione del fondo).

L'elemento chiave della proposta è nella separazione del debito accumulato dai paesi membri entro il limite del 60% (rapporto debito/Pil) dall'ammontare di debito eccedente tale soglia. Nel periodo di vita del fondo, ovvero dal momento in cui i paesi iniziano a usare le risorse del fondo per rifinanziare il debito pubblico fino all'abbassamento dello stesso entro la soglia del 60%, i paesi partecipanti saranno solidalmente responsabili.

È importante notare che nel caso in cui una nazione non dovesse adempiere ai suoi obblighi di pagamento nei confronti del fondo, le garanzie poste da tutti gli Stati partecipanti sarebbero utilizzate per coprire la perdita. Questa eventualità ha però una probabilità bassa di verificarsi perché verrebbero utilizzate in prima istanza le garanzie dello Stato inadempiente e, solo nel caso in cui le stesse non dovessero essere sufficienti alla copertura della perdita, ovvero in caso di fallimento dello Stato in questione, si attingerebbe alle garanzie preposte dagli altri Stati partecipanti.

Riassumendo, le principali caratteristiche della proposta sono le seguenti:

- ***Il debito pubblico di ciascun paese entro il 60% del rapporto debito/Pil continua a esistere nella stessa forma attuale, rimanendo dunque di unica responsabilità di ogni Stato Sovrano.***
- ***La parte del debito in eccedenza sarà convogliato in un fondo comune di rimborso (Erf) e i membri dell'Eurozona avranno responsabilità solidale rispetto allo stesso.***
- ***In cambio (alla partecipazione al fondo condiviso), ogni Stato partecipante potrà attingere alle risorse del fondo tramite obbligazioni di pagamento da estinguere entro 20-25 anni per poter procedere a una graduale riduzione del debito pubblico in eccedenza.***
- ***Le nazioni che stanno implementando programmi di riforme strutturali del debito pubblico (Irlanda, Portogallo, Grecia) potranno depositare nel fondo le loro eccedenze di debito solo dopo aver concluso le necessarie riforme.***

Le evidenti debolezze della proposta sono le seguenti:

- Poca efficacia della stessa per paesi come Grecia o Portogallo.
- Obbliga gli Stati ad avere una bilancia dei pagamenti positiva (condizione necessaria, in base alla formulazione della proposta, alla riduzione delle eccedenze di debito) su livelli mai raggiunti dagli stessi paesi durante il corso di tutta la loro storia: l'Italia, ad esempio, dovrebbe avere un'eccedenza primaria del 4% per sostenere il programma. È importante

notare che anche la Germania ha un rapporto debito/Pil superiore al 60%, quindi nessun paese sarebbe escluso dal programma di risanamento.

L'effetto di questa politica potrebbe essere contraddittorio: un incremento di austerità, così come previsto dalla proposta, potrebbe difficilmente avere effetti positivi (come dimostrato dalle manovre dei mesi precedenti).

Il progetto Blue-Bond/Red-Bond

Questa proposta è stata originariamente formulata da alcuni economisti del **Think-Tank Bruegel**; l'idea è di dividere il debito pubblico in due parti, la prima contenente la parte del debito entro il 60% del rapporto debito/Pil, la seconda, a breve scadenza, per la parte eccedente. La proposta prevede che il debito più liquido, ovvero quello entro il 60% del rapporto debito/Pil sia catalogato con il nome di Blue Bond e garantito solidalmente dagli Stati; i titoli relativi alla parte di debito eccedente, invece, saranno denominati Red Bond e avranno una liquidità minore associata a un più elevato tasso di rendimento.

La proposta, seppur non rivoluzionaria per la risoluzione della crisi europea, presenta alcuni **importanti punti di forza**:

I **Blue Bond** costituiranno **strumenti finanziari estremamente liquidi**, al pari dei titoli del debito pubblico americano. Questo aspetto può aiutare l'euro a tornare in auge nel ruolo di valuta di riserva, consentendo così emissioni di debito a breve termine a tassi inferiori a quello tedesco.

I **Red Bond** aiuteranno nell'implementazione e nell'adozione di una nuova disciplina fiscale: il costo più elevato del debito più rischioso e in eccesso spingerà infatti i paesi membri a rientrare nei limiti definiti dal **Patto di stabilità e crescita**, riducendo così debito pubblico e costi di finanziamento degli Stati.

Infine, è importante notare che questa proposta è indistintamente applicabile a paesi in difficoltà estrema come a paesi che godono di maggiore stabilità.

L'ipotesi degli Stability Bonds

La Commissione europea ha definito gli **Eurobond** (o **Stability Bonds**¹) come strumenti distinti da ogni altra forma di strumento di debito condiviso presentato all'attenzione del legislatore; gli Eurobonds infatti, dovrebbero rappresentare uno strumento di finanziamento dell'attività quotidiana dei paesi dell'Eurozona, emessi da un'istituzione unica o da diverse istituzioni nazionali e con diverse possibili forme di garanzia (solidale, parzialmente solidale, singola).

Gli schemi possibili per la definizione degli Eurobonds nel documento della Commissione sono numerosi, e ognuno genererebbe effetti lievemente differenti a livello macroeconomico; nella sostanza tuttavia, gli **Eurobonds sono pensati come strumenti in grado di sostituire in toto i titoli del debito pubblico dei singoli Stati alla fine del processo di unificazione fiscale**.

Come già detto però, la definizione transitoria degli schemi di emissione, delle garanzie e delle partecipazioni dei singoli paesi (e dunque di costi e profitti) è da definire dai paesi dell'Eurozona e dunque particolarmente flessibile. È importante sottolineare che ogni forma di Eurobond, per essere efficace, dovrà essere accompagnata da politiche di risanamento fiscale e di sviluppo dei singoli paesi al fine di evitare ogni rischio di azzardo morale e assicurare la sostenibilità della strategia.

Le possibili forme di Eurobonds sono identificabili entro i seguenti schemi:

¹ Con *Eurobonds* o *Stability Bonds* (le due diciture sono equivalenti) si intendono i titoli di debito "europeo" con scadenze lunghe.

- **sostituzione totale e completa del debito pubblico dei singoli Stati con *Eurobonds*** con garanzia solidale di tutti i paesi (questa sembra essere la proposta più auspicabile in termini di stabilità);
- **Sostituzione parziale del debito pubblico dei singoli Stati con *Eurobonds* con garanzia solidale** (sostanzialmente i Blue Bonds della proposta precedente). In questa eventualità, è prevista la coesistenza di debito “europeo” e debito nazionale. Il rischio è negli attacchi alla parte di debito non condiviso dai singoli paesi (i Red Bonds della proposta precedente), che si troverebbero a dover difendere i propri titoli di Stato con manovre di salvataggio;
- **Sostituzione parziale del debito pubblico dei singoli Stati con *Eurobonds*, ma senza garanzia solidale.** Questa opzione è quella meno “invasiva”, ma anche la meno auspicabile perché difficilmente potrebbe produrre effetti positivi per l’uscita dalla crisi europea.

Gli *European Safe Bonds (ESBies)*

Questa proposta è stata formulata dal gruppo di economisti di Euro-nomics. Gli autori prevedono la creazione di due titoli di debito pubblico europeo, uno ultra-sicuro e molto liquido che coprirebbe circa il 70% del debito pubblico dei singoli Stati e un secondo titolo meno liquido e più remunerativo. Il secondo titolo incorporerebbe una componente di rischio che riflette l’eventualità di mancato rimborso da parte dei singoli Stati.

L’autorità competente all’emissione dei due titoli sarebbe l’ **Agenzia europea del debito (Eda)**: l’idea è infatti di trasformare l’Esm (*European Stability Mechanism*) in Eda con eventuale ricapitalizzazione dello stesso (fino a 2,3 trilioni di euro) per garantire l’ammontare necessario per la copertura dell’emissione di bond.

La partecipazione dei vari Stati al capitale dell’Agenzia è prevista in proporzione alla quantità di debito pubblico di ognuno. Tale proposta non prevede alcuna integrazione fiscale e nessuna modifica a Trattati o Costituzioni.

Questa proposta non prevede la condivisione del rischio a livello europeo; la parte del debito più rischiosa (il secondo titolo) rifletterebbe dunque in pieno il rischio sovrano di ogni singolo Stato e si presterebbe perfettamente come *asset* speculativo. Inoltre, a detta degli ideatori, la creazione di questi due nuovi bond, non necessitando la condivisione del rischio e dunque la solidarietà nella garanzia, non obbliga gli Stati a impegnare parte delle proprie risorse per coprire le eventuali insolvenze di altri Stati sovrani. Infine, essendo legati al **rischio di ogni singolo paese, non appiattirebbero la varietà di titoli del debito pubblico (e quindi di rendimenti)** detenuti delle banche.

I possibili scenari

Dai documenti ufficiali del Parlamento europeo emerge con sufficiente nitidezza una strada da seguire per la risoluzione della situazione di crisi finanziaria e di debito sovrano che travolge l’Unione Europea.

La strategia è pensata in quattro fasi: nella prima fase è prevista la creazione di un **Fondo di rimborso europeo (Erf)** temporaneo volto a ridurre il debito dei paesi membri a livelli sostenibili e con tassi d’interesse contenuti. Contemporaneamente si prevede l’introduzione di Eurobills (a breve termine) per proteggere gli Stati membri da eventuali crisi di liquidità e avviare il processo di mutualizzazione del debito europeo.

La seconda fase della strategia prevede l’introduzione di **Blue Bonds**: l’idea è di emettere titoli di debito europeo per il 60% del debito totale degli Stati provvedendo preventivamente a una modifica del Trattato (che esclude, allo Stato attuale, la possibilità di emettere titoli siffatti).

Una terza fase dovrebbe provvedere all'**emissione di veri e propri Eurobonds** (o *Stability Bonds*) per concludere l'europeizzazione del debito sovrano degli Stati dell'Eurozona. L'emissione di titoli per un valore complessivo stimato di 2,3 trilioni di euro avverrà per mano di una preposta **Agenzia europea del debito** (Eda) o **tramite l'Esm**, adeguatamente modificato nel suo assetto per assolvere alla funzione.

La quarta e ultima fase di tale processo prevede la **creazione di titoli del debito pubblico** (federali) **europei**: con questa accezione si intendono quei titoli emessi dall'Unione Europea, intesa come Stato federale, per finanziare gli investimenti dell'Unione, dalle infrastrutture alle politiche sociali e per proteggere l'Unione stessa da *shock* esterni. Per il raggiungimento di questa fase saranno necessarie modifiche istituzionali a livello europeo, modifiche di Trattato e una più marcata unione politica/fiscale.

I costi e l'esposizione della Germania

Un **bilancio dei costi potenziali e dell'esposizione tedesca sul fronte del debito degli Stati sovrani dell'Eurozona** può essere utile per capire le preoccupazioni della cancelliera Merkel e le strade più perseguibili dal punto di vista della Germania.

Il Governo tedesco è esposto per **1.161 miliardi di euro in totale sull'Eurozona**, circa **4/5 del suo debito pubblico totale** (di 1.441 miliardi di euro, che rappresenta l'81% del Pil della nazione). Questa esposizione è suddivisa su diversi fronti: per 644 miliardi sui saldi attivi del sistema di pagamenti delle banche centrali (gli attivi in euro depositati dalla *Bundesbank* nel sistema Target2), 211 miliardi nell'Efsf (*European Financial Stability Facility*), 278 miliardi in fondi per coprire le eventuali perdite delle banche tedesche in caso di caduta della moneta unica e 27 miliardi per il fondo salva Grecia fuori dall'Efsf (il programma del 2010). A questo si devono aggiungere i contributi da versare nell'Eesm (circa 100 miliardi di euro) in conto capitale.

La creazione di Eurobonds (o Stability Bonds) garantirebbe dunque anche alla Germania di evitare il rischio di perdite complessive su un ammontare di denaro equivalente a circa il 65% del suo PIL.

Questo a fronte di una quota di partecipazione massima pari a circa il **35% del PIL tedesco**. Questa cifra si ottiene stimando il mercato complessivo degli Eurobonds in circa 2.300 miliardi di euro, al quale la Germania dovrebbe partecipare sottoscrivendo circa il 27% del totale dei titoli (621 miliardi), dato il suo peso sul Pil europeo. Ovviamente, a seconda della formula scelta, parte di queste sottoscrizioni sarebbero anche di debito nazionale (avendo comunque la Germania un debito superiore al 60% del Pil).

La creazione degli *Eurobonds* dunque non dovrebbe aumentare l'esposizione della Germania sull'euro; anzi, nel caso in cui le nuove politiche fiscali dovessero essere portate a termine dai vari Stati membri e se la strada da seguire fosse rispettata senza deviazioni pericolose, l'esposizione complessiva della Germania sull'euro si ridurrebbe, così come anche il suo debito pubblico e quello di tutti gli Stati dell'Eurozona.

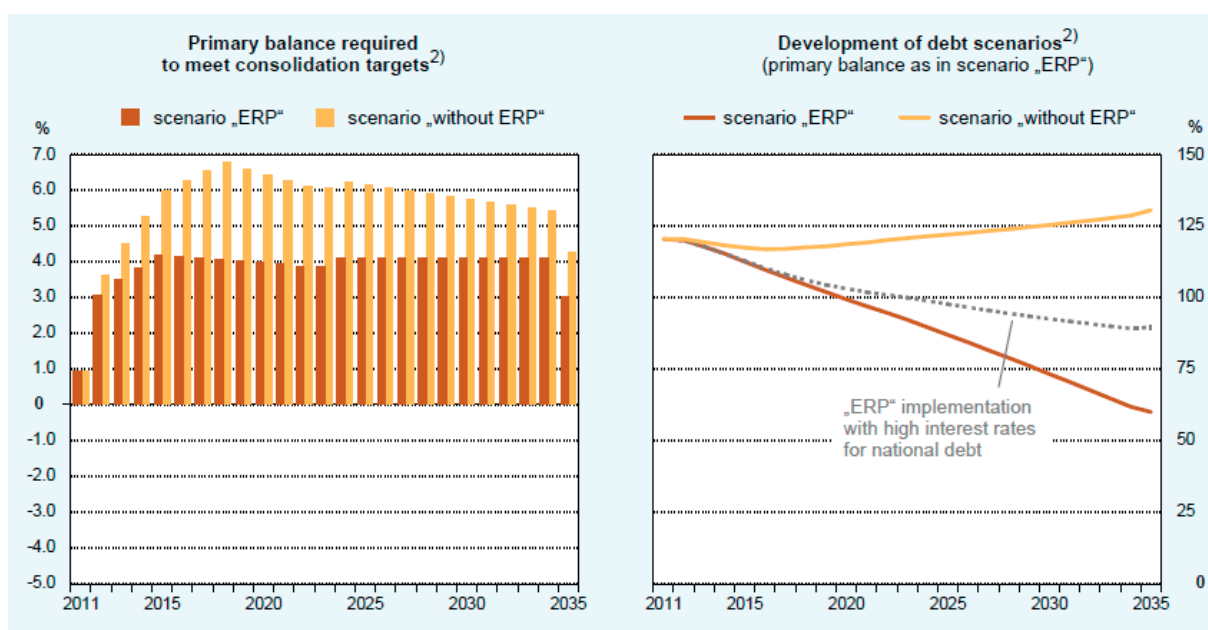
Tabella riassuntiva delle proposte analizzate

	<i>Eurobills</i>	<i>Blue-Bond/ Red Bond</i>	<i>Erf</i>	<i>Stability Bonds</i>	<i>ESBies</i>
Garanzia	Solidale	Joint & Several per i Blue Bond, nazionale per i Red Bond	Solidale	Solidale	No
Limiti di emissione	10% ca. del Pil, ma espandibile	Fino al 60%	Tutto il debito superiore al 60% del Pil	Non chiaro	Fino al 60% del Pil

	<i>Eurobills</i>	<i>Blue-Bond/ Red Bond</i>	<i>Erf</i>	<i>Stability Bonds</i>	<i>ESBies</i>
Costi di emissione	Bassi	Bassi sui Blue e più alti sui Red, ma in media bassi	Bassi in media	Dipende dalla tipologia prescelta	No
Rischio condiviso	Limitato all'emissione	Potenzialmente alto (fino al 60% del Pil)	Limitato	Dipende dalla tipologia prescelta: può essere alto se si sceglie la prima tipologia	No
Cambiamenti al Trattato	Non necessario	Probabile	Non necessario	Probabile	Non necessario
Cambiamenti alla Costituzione tedesca	Non necessario	Probabile	Non necessario	Probabile	Non necessario

Il grafico seguente illustra **lo scenario italiano nel caso di adozione o meno del Fondo di rimborso europeo (Erf)**, lo scenario attualmente più probabile. Le ipotesi alla base del grafico sono le seguenti: **crescita nominale del Pil del 2% per il primo anno e del 3% per gli anni successivi** (questo implica una crescita reale dello 0% e 1% rispettivamente, ipotizzando che l'inflazione rimanga stabile intorno al 2% come stabilito nell'obiettivo primario della Banca Centrale Europea), tasso di interesse sui titoli di debito italiani al 5% (7% nello scenario più pessimistico), **tasso di interesse del Fondo di rimborso europeo intorno al 4%** con pagamenti annuali allo stesso per il 3,1% del Pil nazionale. Questi dati percentuali si trasformano in 48 miliardi di euro di pagamenti annui per 23 anni, per passare da un rapporto debito pubblico/Pil del 120% a un valore del 60% (compatibile con i parametri del Trattato).

Situazione italiana nel caso di adozione del Fondo di rimborso europeo (Erf)



La parte destra del grafico mostra come l'introduzione del fondo, seppur dispendioso in termini di sforzi da effettuare per raggiungere gli obiettivi da esso prefissati, richiederebbe all'Italia un surplus primario minore (in termini relativi) rispetto a quello necessario a raggiungere gli stessi obiettivi di consolidamento fiscale prefissati, ma in assenza di "manovre" europee (**è bene notare che un surplus primario del 4% è molto alto per i livelli correnti dell'economia italiana, ma è un obiettivo presente nell'agenda di governo**).

Sulla sinistra è invece rappresentata **l'evoluzione del debito pubblico italiano nel caso di adozione dell'Erf** (curva rossa), **nel caso di non adozione** (curva gialla) **e nel caso di adozione dell'Erf**, ma con tassi d'interesse al 7% (scenario pessimistico-linea tratteggiata). È facile notare come l'implementazione del Fondo di rimborso garantirebbe una drastica riduzione del debito pubblico italiano fino a livelli del 60% del rapporto debito/Pil, mentre nel caso di mancata adozione l'evoluzione del debito potrebbe essere vicina ai livelli del 125-130% dato l'attuale scenario sui mercati finanziari, e comunque non sostenibile nel lungo periodo. **Nello scenario pessimistico**, ovvero di implementazione della strategia, ma con tassi d'interesse sul debito del 7%, l'evoluzione del debito sarebbe discendente, seppure a una velocità inferiore e su livelli meno drastici (si arriverebbe a circa l'85-90%). **Il debito pubblico, tuttavia, sarebbe sostenibile anche in presenza di attacchi speculativi.**

Le opinioni riportate nel presente dossier sono riferibili esclusivamente all'Istituto autore della ricerca.

Coordinamento redazionale a cura di:

Camera dei deputati
SERVIZIO STUDI
DIPARTIMENTO AFFARI ESTERI
Tel. 06.67604939
e-mail: st_affari_esteri@camera.it