

**Luiss**

School of European Political Economy

# **Prestiti o "doni"?**

## **Cosa serve all'economia italiana dall'Europa**

**Marcello Messori**

Five Bullets 5/2020

**LUISS**



April 28, 2020

I seguenti cinque ‘*bullet point*’ offrono una sintesi del webinar della Luiss School of European Political Economy (SEP) che svolgerà il 29 aprile 2020 e che è riportato nel titolo.

**1.** Secondo il recente DEF redatto dal Ministero dell’Economia e Finanze (MEF), nel 2020 l’economia italiana sta subendo una forte recessione (circa - 8% nel 2020) che sarà solo in parte compensata dalla ripresa del 2021. Tali andamenti stanno portando il rapporto Debito Pubblico/PIL al di sopra della soglia del 155%.

La conseguenza è che, se non vi fossero fonti alternative di finanziamento a favore dell’Italia, nel 2020 il nostro governo dovrebbe offrire sul mercato primario titoli aggiuntivi del debito pubblico (aggiuntivi rispetto a quelli già previsti per la sostituzione dei titoli in scadenza sul preesistente *stock* di debito pubblico) per un ammontare pari a circa 320 miliardi di euro. In quel caso, il valore dei collocamenti sul mercato di titoli italiani del debito pubblico dovrebbe quasi raddoppiare, entro dicembre 2020, rispetto a quanto previsto prima della pandemia (DEF 2019).

**2.** Nonostante questo stato delle cose, a breve termine, non vi sono soverchie preoccupazioni per l’assorbimento di una così ingente massa di titoli del debito pubblico italiano. Vi sono varie ragioni che giustificano una tale affermazione:

- dopo lo *shock* pandemico, la Commissione europea ha già concesso all’Italia circa 30 miliardi di trasferimenti nella forma di accesso a fondi residui nel bilancio settennale dell’UE e di riallocazione dei fondi strutturali non ancora stanziati o, se già stanziati, non ancora spesi;
- nelle passate settimane l’Eurogruppo e il Consiglio Europeo hanno approvato, pur se in modo non ancora definitivo, finanziamenti a favore dei paesi dell’euro area tramite il Meccanismo europeo di stabilità (MES) per 240 miliardi di euro e tramite un fondo di ammortizzatori sociali per i disoccupati temporanei (SURE) per circa 100 miliardi di euro; se utilizzati dal nostro governo, questo insieme di finanziamenti potrebbe assicurare all’Italia risorse liquide per più di 50 miliardi di euro.

I finanziamenti del MES e del SURE sono vincolati a usi specifici e andranno, ovviamente, rimborsati alla scadenza. Si ha comunque che, grazie a tali iniziative europee, il fabbisogno di finanziamento aggiuntivo del governo italiano nel mercato primario ammonterebbe non più a 320 miliardi ma a circa 240 miliardi di euro. A ciò si aggiunga che, con l’approvazione del Consiglio europeo, la Banca europea per gli investimenti (BEI) ha deliberato un fondo aggiuntivo di 25 miliardi che potrà offrire garanzie e finanziamenti a favore di investimenti per circa 200 miliardi. L’Italia potrebbe realisticamente ottenere una quota di quest’ultimo ammontare pari a circa 30 miliardi. Pur se per vie più indirette rispetto ai trasferimenti e ai finanziamenti precedenti, anche una parte dell’intervento della BEI ridurrebbe l’offerta aggiuntiva di titoli sul mercato necessaria all’Italia per finanziare, entro la fine dell’anno, il proprio debito pubblico.

**3.** In via prudenziale, si può perciò affermare che il governo italiano sarebbe in grado di coprire più del 30% (più di 100 miliardi di euro) della sua domanda aggiuntiva di finanziamento mediante accesso a trasferimenti o finanziamenti provenienti da istituzioni europee anziché dal mercato. Detto in altri termini: almeno per la durata dei prestiti europei, una parte consistente dei debiti di mercato del governo italiano sarà sostituita da debiti verso istituzioni europee.

I residui 220 miliardi di finanziamento aggiuntivo andranno reperiti mediante emissioni di titoli italiani del debito pubblico sul mercato primario. Tuttavia, gli acquirenti di tali titoli godono di una ri-assicurazione di fatto: hanno contezza che, entro dicembre 2020, potranno rivendere una buona parte degli stessi titoli alla Banca centrale europea (BCE). Infatti, grazie alle decisioni assunte a metà marzo scorso, la BCE assorbirà nel mercato secondario più di 1.100 miliardi di euro di obbligazioni emesse da governi e imprese dell'euro area entro la fine dell'anno; e circa il 10% del debito pubblico italiano (grosso modo 170/180 miliardi di euro) sarà, così, acquistato dalla BCE. Detto in altri termini: anche se si esclude un'elevata quota del *'quantitative easing'* preesistente alle decisioni di marzo 2020 (circa 20 miliardi per l'Italia), più del 70% dei finanziamenti aggiuntivi, che il governo italiano deve reperire sul mercato per l'anno 2020, saranno detenuti non da investitori professionali o *retail* ma dalla BCE.

La mia provvisoria conclusione sembra rassicurante: nonostante la profonda recessione e la conseguente forte espansione nella sua politica fiscale, nel 2020 l'Italia dovrà coprire "senza rete" sul mercato un effettivo fabbisogno di finanziamento aggiuntivo per il suo debito pubblico pari a circa 50 miliardi di euro; e ciò grazie a un insieme di interventi europei. Non si tratta di un ammontare trascurabile (circa il 3% del PIL a fine 2020), ma neppure di una rilevante minaccia alla sostenibilità a breve termine del debito pubblico italiano.

In più, sullo sfondo, ci sono tre strumenti europei aggiuntivi: l'impegno della BCE ad aumentare, se necessario, la sua domanda temporanea di titoli del debito pubblico dei paesi dell'euro area; un prossimo possibile impegno da parte della BCE di assorbire anche titoli che perdono il 'grado' di investimento (*investment grade*); la creazione del Recovery Fund (RF: "Fondo per la ripresa"). Qui non mi addentro né sul primo né sul secondo aspetto. Mi limito a sottolineare quattro punti del costituendo RF:

- quest'ultimo dovrebbe raggiungere un ammontare pari a poco più di 300 miliardi di euro, con un effetto-leva in grado di attivare risorse liquide comprese fra 1.000 e 1.500 miliardi di euro;
- il RF dovrebbe essere garantito dal nuovo bilancio pluriennale europeo (2021-2027) e, dunque, difficilmente sarà operativo prima di gennaio 2021;
- essendo basato su uno specifico articolo del Trattato europeo (l'art. 122), esso sarà legalmente vincolato a effettuare finanziamenti a favore degli stati membri;
- i finanziamenti avranno una scadenza compresa fra tre e sette anni.

**4.** Il ragionamento fin qui svolto non è, però, rassicurante riguardo al medio-lungo e al lungo periodo. La domanda cruciale del mio intervento è:

Cosa accadrà allo *stock* di debito pubblico italiano, nel momento in cui la politica monetaria della BCE cesserà di essere ultra-espansiva e i debiti italiani nei confronti delle altre istituzioni europee verranno a scadenza?

La mia risposta è sintetizzabile in tre punti:

- se non si introdurranno aggiustamenti preventivi, quando la precedente questione diventerà attuale e ineludibile (2024?), sarà troppo tardi per evitare una grave crisi del debito sovrano in Italia;
- vi sono molte strade per disegnare, avviare ed effettuare tali aggiustamenti, tanto che bisognerà ricorrere a uno spettro di strumenti anziché alla ‘pallottola d’argento’ decisiva (che è un’illusione);
- prima ancora di discutere i possibili e variegati processi di aggiustamento, varrebbe la pena chiedersi se non sia possibile evitare o – quantomeno – limitare l’esplosione del rapporto italiano debito pubblico /PIL fin dal 2020 o dal 2021, nonostante l’ineludibile necessità di attuare una politica fiscale espansiva durante la crisi pandemica e il riavvio della ripresa.

La parte restante del mio Seminario verte proprio su quest’ultimo punto. La soluzione, che propongo, è molto meno innovativa di quanto sembri: sostituire una parte significativa dei finanziamenti europei a favore dell’Italia e di altri stati membri dell’euro area, che lo richiedano, in trasferimenti definitivi. Nel linguaggio italiano di molti decenni fa, si sarebbe parlato di trasferimenti a ‘fondo perduto’. In modo apparentemente provocatorio, ma in realtà collegandomi a una ben nota tradizione antropologica (da Lévi-Strauss a Godelier), uso nel titolo il concetto di “dono”.

**5.** I “doni” agli stati membri dell’Unione europea non sono una novità. Una voce tipica, che è parte importante del bilancio europeo pluriennale, è rappresentata – per esempio – dai ‘fondi strutturali’ a favore delle aree economicamente meno sviluppate della stessa Unione. La mia proposta consiste dunque nel disegnare e attuare “doni” che siano, direttamente o indirettamente, connessi all’impatto economico della pandemia.

Apparentemente, la strada più semplice sarebbe quella di utilizzare il bilancio europeo rafforzando le componenti delle ‘spese’ di quel bilancio che sono assimilabili ai fondi ‘strutturali’; e il già citato RF sembrerebbe lo strumento appropriato per procedere in tale direzione. Come è risultato chiaro dai primi passi abbozzati nel Consiglio europeo del 23 aprile scorso, la probabile configurazione tecnica del RF preclude però una soluzione del genere. Innanzitutto, se sarà legalmente fondato – come sembra – sull’articolo 122 del Trattato, il RF sarà vincolato a effettuare finanziamenti a stati membri in difficoltà per ragioni indipendenti dal loro controllo. In secondo luogo, se sarà economicamente fondato sull’emissione di un debito obbligazionario originato dalla Commissione europea e garantito dal bilancio pluriennale europeo, questo fondo realizzerà il suo ineludibile equilibrio solo iscrivendo all’attivo un credito equivalente verso gli stati membri con scadenza nel settennio. Pertanto, a parità di risorse proprie, la limitata presenza di “doni” potrà derivare solo da una ricomposizione delle voci di tale bilancio, coperte dalle risorse tradizionali in entrata (trasferimenti da parte degli stati membri e limitati cespiti da tassazioni

nazionali). In terzo luogo, se si perseguisse il tentativo di evitare i sopra citati vincoli aumentando le risorse proprie del bilancio pluriennale europeo (mediante qualche forma di nuova tassazione accentrata) per varare progetti europei di investimento, i tempi di realizzazione del RF si dilaterrebbero a dismisura. Infine, la costruzione del RF e la riproduzione stessa dell'Unione Europea richiedono l'approvazione del bilancio pluriennale europeo 2021-27 e, dunque, un voto favorevole all'unanimità da parte di tutti gli stati membri; e ciò vincola le innovazioni che, al momento, possono essere introdotte.

Ecco perché, in un recente *Policy Brief* della SEP (M. Messori, "The current European debate on fiscal policy: Too much and too little", *SEP Policy Brief*, March, n. 10, pp. 1-5; versione rivista: "Europe debate on fiscal policy: too much yet too little", *CEPS Policy Insights*, n. 2020-08, April, pp. 1-8), ho perseguito una strada diversa: il ricorso a un "dono" offerto dal MES, mediante la creazione di una nuova linea di trasferimenti attivabile a discrezione di tutti gli stati membri richiedenti. I trasferimenti sarebbero destinati a coprire le sole spese, direttamente o indirettamente, legate alla pandemia da coronavirus; e l'istituzione della relativa linea richiederebbe una decisione a maggioranza qualificata da parte degli organi decisionali interni al MES.

Vi sono una ragione di fondo e una ragione strumentale che facilitano il raggiungimento di questa maggioranza. La ragione di fondo trova le radici nella tradizione antropologica, cui ho fatto sopra riferimento: in qualsiasi società con mercati anche rudimentali, il "dono" comporta reciprocità. Nel caso in esame, la reciprocità impone che i paesi beneficiari e il MES cooperino nell'utilizzo dei trasferimenti e che i primi siano, quindi, pronti a una parziale cessione di sovranità fiscale a favore del secondo. Ne deriva che, mediante il "dono" e la connessa reciprocità, il MES acquisirebbe un ruolo di co-decisione nell'uso di 'beni comuni' durante fasi economiche critiche quali l'attuale; e tale ruolo ne rafforzerebbe sia la funzione di istituzione responsabile per la gestione delle crisi europee sia la candidatura ad apparato tecnico-burocratico per il futuro ministero europeo dell'economia e delle finanze. La ragione strumentale è che, per accedere ai "doni", l'Italia avrebbe interesse a rimuovere il suo veto rispetto all'approvazione del nuovo statuto dello stesso MES, ormai definito circa un anno fa.

o o o o o

A completamento di questi cinque 'bullet point', è quasi superfluo ricordare due ulteriori aspetti. L'Italia trarrebbe grande vantaggio dai trasferimenti (al posto di una parte dei finanziamenti) del MES; infatti, specie se l'approvazione del nuovo statuto di tale istituzione prevedesse una sua ricapitalizzazione, l'Italia (così come ogni altro paese beneficiario dei "doni") potrebbe aumentare in misura considerevole quella quota della spesa pubblica che non si traduce in incrementi del debito pubblico. D'altro canto, la demonizzazione del MES nell'attuale discussione politico-istituzionale e l'opposizione rispetto a una centralizzazione di poteri a livello europeo provano che l'Italia non è pronta a cogliere questa opportunità. A ciò si aggiunga che, anche su un versante filo-europeo, vi potrebbero essere obiezioni: il MES è un'istituzione intergovernativa, fondata sul diritto internazionale e con il potere di innescare improprie ristrutturazioni *ex ante* nei debiti pubblici nazionali (cfr. M. Messori, "The flexibility game is not worth the new ESM", *SEP Working Paper*, n. 15, October 25, pp. 1-18; vers. ital. ridotta "Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM", *Rivista di Politica Economica*, n.1, pp. 121-34). Tuttavia, il MES è

pure un insostituibile meccanismo per la gestione delle crisi europee, che deve assumere il rango di un'istituzione comunitaria. La soluzione non è, quindi, di limitarne il ruolo ma di rafforzarlo introducendo appropriati cambiamenti.