



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**“M. FANNO”**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**DEBITO PUBBLICO: MECCANISMI DI SOSTENIBILITÀ DELL’UE**

**RELATORE:**

**CH.MA PROF.SSA RUSSO ALESSIA**

**LAUREANDO: ZUGNO EDOARDO**

**MATRICOLA N. 2019577**

**ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023**

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature)

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'E. P. S. S. S.', written in a cursive style.

# ANALISI DEL PENSIERO ECONOMICO SULLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

## 1.1 INTRODUZIONE E RILEVANZA DELLA RICERCA

Il debito pubblico è una questione ostica. Ragionare su di esso è complesso e spesso poco esaustivo. Ciò deriva probabilmente dalla importanza e dalle tante, forse troppe, connessioni che ha con l'economia sia reale che finanziaria e con il benessere degli individui. Si può dire infatti che il livello del debito pubblico di un paese influenzi, o forse meglio determini, la situazione economica del paese stesso, e in maniera indiretta quelle degli altri paesi.

Entrando più nello specifico, quando il debito pubblico è ad un livello relativamente basso l'attenzione riservatagli dai governi, dalle banche centrali e dai media è poca, ma essa diventa ossessione qualora esso raggiunga o si appresti a raggiungere livelli alti. Questo perché tale scenario potrebbe aprire, una dopo l'altra, le seguenti problematiche (sempre che non si effettuino correzioni):

1. Aumento del costo del debito
2. Maggiore livello di indebitamento per ripagare il debito preesistente (ora più costoso)
3. Nuovo e continuo aumento dei tassi
4. Aumento del rischio di default
5. Prestatori non disposti a finanziare nuovo debito
6. Possibile default del paese

Avere un debito troppo alto può dunque in ultima battuta portare al default. Indirettamente questo quadro economico può portare un aumento del rischio di default (autentico e/o per speculazione) nei paesi aventi la stessa moneta e/o con livelli di debito anche migliori.

Le correzioni dipendono dal timing d'azione. Tra queste, quelle di politica fiscale sono: tentare di mantenere basso e costante il livello di debito attraverso politiche prudenziali, ingaggiare avanzi primari alle prime avvisaglie di pericolo, oppure, instaurare una ferrea austerità qualora ci si trovasse in una situazione già avanzata e grave. L'austerità, anche qualora riuscisse a scongiurare il pericolo di un default, diminuendo prima l'indebitamento e il tasso d'interesse e poi il debito, è comunque una politica estremamente costosa: l'aumento delle tasse e la riduzione della spesa inevitabilmente riducono il benessere dei cittadini (i governi sono così restii ad applicare politiche di questo tipo proprio per la paura di perdere il consenso dell'elettorato). È ovvio che più si ritardano le correzioni, più costose sono le politiche per farvi fronte. Per quanto riguarda invece gli aiuti da parte di fondi monetari sotto forma di

trasferimenti e/o prestiti, essi di sicuro generano effetti positivi nel breve periodo, ma c'è sempre da considerare che nel lungo tali prestiti andranno ripagati (bisognerebbe quindi verificare con attenzione che non si stia solamente posticipando una crisi del debito).

Dopo queste prime righe però la questione non sembra molto complicata: basterebbe introdurre i giusti accorgimenti per controllare il debito. Dove stanno insomma le difficoltà?

Per conoscerle bisogna fare un passo indietro e chiedersi: “Quando il debito pubblico di un paese è sostenibile?”, ossia, con altre parole, qual è quel valore che distingue un debito relativamente basso da uno relativamente alto, dove sta il valore critico che fa propendere per un aggiustamento o meno. La risposta a questa domanda è difficile, ammesso che ce ne sia una vera, preventiva e affidabile. Infatti, le variabili in gioco per determinare questo livello sono molteplici tra cui l'andamento dell'economia globale e nazionale non solo presente, ma anche futura, l'avanzo/disavanzo di bilancio presente e futuro, il livello di debito degli altri paesi.

La difficoltà è aggravata dall'influenza nella questione delle aspettative degli individui e dall'impossibilità di prevedere shock economici. Per quanto concerne le aspettative, razionali o meno che siano, dettate da un lecito aumento della sensazione di rischio o da semplici volontà speculative, esse giocano un ruolo fondamentale nella determinazione dei tassi: sono estremamente difficili da anticipare, da indirizzare e di conseguenza possono cambiare il quadro economico di un paese in pochi giorni. Shock improvvisi all'economia possono cambiare radicalmente la valutazione di sostenibilità di un debito da parte di individui e governo. Aspettative e shock determinano non solo la sostenibilità del debito, ma anche la riuscita delle politiche atte a risolvere situazioni gravi. Per queste ragioni è estremamente difficile valutare quando un livello del rapporto debito/PIL è sostenibile o meno e definire le corrette politiche di correzione.

La questione è di rilevante importanza anche e soprattutto in relazione alla situazione contemporanea in cui gli Stati Uniti hanno raggiunto il picco storico del debito e allo stesso tempo anche molte altre economie avanzate si trovano circa nella stessa situazione.

È importante ricordare che mantenere il debito sostenibile significa saper provvedere al buon funzionamento nel breve, medio e lungo periodo dei diversi paesi e al benessere dei loro cittadini.

## 1.2 RISPOSTE DELLA LETTERATURA MODERNA

I dati sul debito pubblico, per i paesi del G7 fino al 2019, sono i seguenti:

| Location ▼  | ▼ 2005 | ▼ 2006 | ▼ 2007 | ▼ 2008 | ▼ 2009 | ▼ 2010 | ▼ 2011 | ▼ 2012 | ▼ 2013 | ▼ 2014 | ▼ 2015 | ▼ 2016 | ▼ 2017 | ▼ 2018 | ▼ 2019 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Canada      | 92.6   | 89.5   | 85.4   | 90.1   | 104.5  | 107.4  | 111.1  | 113.7  | 107.8  | 108.6  | 114.4  | 115.4  | 111.8  | 109.8  | 111.9  |
| Francia     | 82.1   | 77.3   | 75.9   | 82.5   | 97.6   | 101.0  | 103.8  | 111.9  | 112.5  | 120.2  | 120.8  | 123.7  | 122.9  | 120.7  | 123.1  |
| Germania    | 71.8   | 69.2   | 66.5   | 71.1   | 78.0   | 87.3   | 86.3   | 88.7   | 84.1   | 83.9   | 79.8   | 77.0   | 72.4   | 69.2   | 67.6   |
| Italia      | 117.2  | 114.6  | 110.2  | 112.5  | 125.5  | 124.3  | 117.2  | 135.4  | 143.2  | 155.6  | 156.9  | 154.6  | 152.0  | 146.9  | 154.2  |
| Giappone    | 172.3  | 172.7  | 174.2  | 178.2  | 199.4  | 204.4  | 218.0  | 226.6  | 229.7  | 234.4  | 233.3  | 231.4  | 230.3  | 234.2  | 234.8  |
| Regno Unito | 52.2   | 51.4   | 53.2   | 50.1   | 78.7   | 89.2   | 103.2  | 107.4  | 103.3  | 113.3  | 112.6  | 119.6  | 119.4  | 116.0  | 118.8  |
| Stati Uniti | 88.6   | 85.9   | 86.2   | 102.0  | 115.4  | 125.3  | 130.5  | 132.3  | 135.8  | 135.5  | 136.9  | 138.8  | 135.4  | 137.3  | 136.1  |

Mentre questi sono i dati relativi ai tassi di interesse sul debito pubblico sempre dei paesi appartenenti al G7 fino all'anno 2019:

| Location ▼  | ▼ 2005 | ▼ 2006 | ▼ 2007 | ▼ 2008 | ▼ 2009 | ▼ 2010 | ▼ 2011 | ▼ 2012 | ▼ 2013 | ▼ 2014 | ▼ 2015 | ▼ 2016 | ▼ 2017 | ▼ 2018 | ▼ 2019 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Canada      | 2.81   | 4.18   | 4.63   | 3.34   | 0.69   | 0.78   | 1.17   | 1.16   | 1.16   | 1.17   | 0.82   | 0.82   | 1.06   | 1.79   | 1.89   |
| Francia     | 2.18   | 3.08   | 4.28   | 4.63   | 1.23   | 0.81   | 1.39   | 0.57   | 0.22   | 0.21   | -0.02  | -0.26  | -0.33  | -0.32  | -0.36  |
| Germania    | 2.18   | 3.08   | 4.28   | 4.63   | 1.23   | 0.81   | 1.39   | 0.57   | 0.22   | 0.21   | -0.02  | -0.26  | -0.33  | -0.32  | -0.36  |
| Italia      | 2.18   | 3.08   | 4.28   | 4.63   | 1.23   | 0.81   | 1.39   | 0.57   | 0.22   | 0.21   | -0.02  | -0.26  | -0.33  | -0.32  | -0.36  |
| Giappone    | 0.09   | 0.32   | 0.75   | 0.85   | 0.58   | 0.38   | 0.33   | 0.33   | 0.24   | 0.20   | 0.17   | 0.07   | 0.06   | 0.07   | 0.03   |
| Regno Unito | 4.76   | 4.85   | 6.00   | 5.51   | 1.21   | 0.70   | 0.87   | 0.83   | 0.51   | 0.54   | 0.57   | 0.50   | 0.36   | 0.72   | 0.81   |
| Stati Uniti | 3.51   | 5.15   | 5.27   | 2.96   | 0.56   | 0.31   | 0.30   | 0.28   | 0.17   | 0.12   | 0.23   | 0.64   | 1.15   | 2.19   | 2.21   |

Dati ottenuti dal database OECD (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico)

essi raccontano il quadro economico delle principali economie avanzate negli ultimi quindici anni e su di essi si sono basati gli ultimi studi degli economisti: tali dati hanno portato alla formazione di due scuole di pensiero opposte, le quali però hanno dovuto tener conto di un fatto indiscutibile come punto di partenza: negli ultimi 10-20 anni (a seconda del paese) i tassi di interesse sul debito pubblico ( $r$ ) sono stati inferiori rispetto alla crescita della produzione ( $g$ ). La presenza di tale gap è un aspetto oggettivamente positivo nella dinamica della sostenibilità del debito, ogni teoria va poi a ponderarlo ed analizzarlo in maniera diversa, arrivando a conclusioni contrastanti.

Sostanzialmente le teorie sono queste: chi crede che il debito non sia sostenibile e suggerisce celeri aggiustamenti e chi invece ritiene che lo sia.

Tra coloro che non credono alla sostenibilità del debito si trova il lavoro svolto da William Gale (2019). Lo studio si basa su dati e stime future degli Stati Uniti ottenuti dall'Ufficio di bilancio del Congresso (CBO): essi sono derivati ipotizzando che il Congresso stesso non effettui modifiche rilevanti nel futuro. Questo significa che l'impatto di ogni specifico programma temporaneo di tassazione, di investimento, o di spesa viene calcolato ipotizzando che essi inizino e terminino come previsto dalle documentazioni di approvazione iniziali, senza cambiamenti; inoltre, il tutto viene calcolato tenendo conto del rispetto dei diversi tetti obbligatori (come il Budget Control Act). Tali previsioni sono dunque in alcuni casi troppo teoriche e poco realistiche, per tale ragione Gale, in alcuni casi, le modifica come mostrato nella tabella sottostante (nonostante questi cambiamenti le stime non possono essere mai definite pessimistiche o rappresentanti futuri marginalmente realizzabili).

|   | <b>10-Year Window</b>  | <b>Beyond</b>   |
|---|--|---|
| <b>Interest Rate</b>                          | as implied in CBO 10-year outlook  | CBO Long-Term Budget Outlook  |
| <b>Growth Rate</b>                            | as reported in CBO 10-year outlook   | CBO Long-Term Budget Outlook  |
| <b>Income Tax</b>                             | current law + extension of temporary tax provisions and TCJA provisions    | current law + extension of temporary tax provisions and TCJA provisions |
| <b>Corporate Tax</b>                          | current law + extension of temporary tax provisions and TCJA provisions    | constant share of GDP   |
| <b>Payroll taxes</b>                          | current law  | grows using assumptions in the Social Security Trustees report          |
| <b>Other taxes</b>                            | current law + repeal of certain healthcare taxes                           | constant share of GDP   |
| <b>OASDI benefits</b>                         | current law  | grows using assumptions in the Social Security Trustees report          |
| <b>Medicare</b>                               | current law  | grows using assumptions in the Medicare Trustees report                 |
| <b>Medicaid, CHIP, and Exchange Subsidies</b> | current law  | grows using assumptions in CBO Long-Term Budget Outlook                 |
| <b>Other Mandatory</b>                        | current law  | grows with inflation and population                                     |
| <b>Defense</b>                                | grows with inflation   | grows with inflation  |
| <b>Non-Defense Discretionary</b>              | grows with inflation and population  | grows with inflation and population                                     |
| <b>Net Interest</b>                           | as reported in CBO 10-year outlook + adjustments from above policy changes | calculated from debt and interest rate                                  |

Modifiche alle previsioni del CBO ("Fiscal Policy with High Debt and Low Interest Rates"; W.Gale; 2019)

Sulla base di ciò sopra riportato, Gale non immagina un "hard landing" o una crisi in pieno stile Grecia (come invece prospettano diverse figure politiche e di Wall Street), ma ritiene comunque che tale livello di debito possa comunque influire negativamente sull'economia del paese. La paura maggiore è quella di ritrovarsi in una situazione di difficoltà o impossibilità di risposta agli effetti di guerre o recessioni sul debito (è infatti teoricamente ed empiricamente dimostrato che paesi con bassi livelli debito/PIL riescano a stimolare maggiormente la ripresa attraverso l'indebitamento rispetto agli altri paesi).

r<g attenua il pericolo di una crisi finanziaria, ma Gale prevede che tale favorevolissima situazione macroeconomica, non duri a lungo. Il costo del debito è destinato a crescere (ben oltre g), come il suo stesso livello. A partire dal 2019 egli prospetta un aumento del 30% del debito entro il 2049.

Anche nel caso (alquanto improbabile) che i tassi restino costanti nei prossimi trent'anni, il quadro andrebbe comunque a peggiorare poiché i pagamenti dovuti a interessi aumenterebbero

(dall'1,8% del PIL del 2019 al 6,2% del PIL del 2049) dato l'ingente livello del debito. In nessun caso, dunque, l'attuale  $r < g$  è una "get out of jail free card".

Tralasciando l'aumento del tasso d'interesse, i principali motivi di un aumento del rapporto debito/PIL (estendibili anche a tutte le altre economie avanzate) sono i seguenti:

- **INCREMENTO DELLA SPESA SANITARIA E PREVIDENZIALE:** l'invecchiamento della popolazione inevitabilmente porta ad un aumento presente e futuro della spesa pubblica, peggiorando il saldo primario.
- **BASSO RENDIMENTO MARGINALE DEL CAPITALE PRIVATO:** i bassi tassi mantengono basso il rendimento marginale del capitale privato, riducendo il costo-opportunità dell'indebitamento pubblico, producendo a sua volta un'attrazione maggiore all'istaurazione di nuovi programmi pubblici di spesa.
- **PERSISTENZA DEI DISAVANZI PRIMARI:** dopo il picco del debito della Seconda Guerra Mondiale, gli Stati Uniti hanno assistito a numerosi anni di avanzi primari: ciò ha contribuito fortemente a riportare il debito a livelli sostenibili. Negli ultimi anni invece si sta assistendo ad una intensa persistenza dei disavanzi, che sembrano doversi mantenere anche nei prossimi decenni (sempre che non vengano attuate correzioni), aumentando il debito.

Tutto sommato, ciò che Gale vuole dire, è che, anche se la possibilità di una vera e propria crisi del debito è remota (considerando sempre il 2019 come ultimo anno di aggiornamento dei dati e mantenendosi entro i dati offerti da Congresso), tale livello del debito non è sostenibile. Gli effetti nel lungo periodo sono estremamente indesiderabili, colpiranno soprattutto il livello di risparmi della popolazione e inficeranno lo sviluppo del paese, oltre a rendere difficile ogni risposta a shock economici. Le soluzioni da attuare devono essere rivolte al lungo periodo, in grado dunque di non generare contrazioni nella domanda aggregata nel breve periodo, riducendo il denominatore del rapporto debito/PIL e peggiorando la situazione.

Voglio però assolutamente ribadire un concetto fondamentale per il proseguo di questo scritto: nell'articolo viene espresso con fermezza l'assoluta difficoltà nel reagire a situazioni improvvise di crisi, quali profonde recessioni, guerre o pandemie.

Un'altra schiera di economisti ritiene invece che il debito sia sostenibile. Tra i molti studi di questo tipo, troviamo quello di Olivier Blanchard (2019). Il fatto che lo studio sia del 2019 lo rende particolarmente suscettibile di comparazioni con quello di Gale (2019), appena esaminato.

Come facilmente intuibile, il ragionamento di Blanchard parte dal gap  $r < g$ . Secondo le previsioni e stime del 2019 tale gap si sarebbe dovuto mantenere nel futuro. I dati previsionali utilizzati (presi dalla Statistical Data Warehouse dell'Unione Europea) sono i seguenti:

- USA (a 10 anni): tasso d'interesse nominale = 3%, crescita nominale = 4%
- REGNO UNITO (a 10 anni): tasso d'interesse nominale = 1,3%, crescita nominale = 3,6%
- ZONA EURO (a 10 anni): tasso d'interesse nominale = 1,2%, crescita nominale = 3,2%
- GIAPPONE (a 10 anni): tasso d'interesse nominale = 0,1%, crescita nominale = 1.4%

Sulla base di ciò il la probabilità di una riduzione del rapporto debito/PIL senza alcun intervento da parte dei governi è, per l'autore, molto probabile.

È fondamentale ricordare che lo stesso autore ammette che il futuro possa essere diverso da quello sopra presentato, dal presente e dal recente passato, e che quindi il gap tra  $r$  e  $g$  possa annullarsi o invertirsi di segno, ma ritiene che tali scenari siano estremamente distanti dal pensiero dominante riguardo la politica fiscale (almeno fino al 2019). Per questo motivo, poco spazio o, meglio, poca credibilità viene data a possibili diversi sviluppi futuri: in altre parole è corretto che ci sia una sana serenità riguardo il naturale riequilibrarsi del rapporto debito/PIL. Addirittura, Blanchard procede oltre: l'autore ritiene che la probabilità di un aumento odierno dell'indebitamento non infici sulla riduzione del rapporto debito/PIL in futuro, c'è solo da verificare la sua desiderabilità per le generazioni future per questioni di capitale accumulato (infatti se si aumenta il debito, necessariamente ci si espone ad una riduzione futura del capitale, e quindi una possibile riduzione del benessere).

Oltre alla quasi infinita discussione tra sostenibile o non sostenibile, correggere o non correggere il debito, negli ultimi tempi si sta valutando la fattibilità di un nuovo modo per ripagarlo: si tratta della cosiddetta teoria del "debt revenue". Per studiarla al meglio, si analizza il lavoro di Ricardo Reis (2022).

Per prima cosa, cos'è il debt revenue? Quando un governo piazza sul mercato delle proprie obbligazioni deve competere con molti altri prestatori, tra cui ovviamente le società private. Per qualche ragione, che poi verrà analizzata, i creditori effettuano uno sconto nei confronti delle obbligazioni governo, chiedendo un ritorno ( $r$ ) inferiore a quello di mercato ( $m$ ). Questo sconto moltiplicato per il livello del debito rappresenta il debt revenue. Negli ultimi venti anni molti governi hanno beneficiato di uno sconto talmente grande che il tasso che pagavano era inferiore a quello d'inflazione: in questo specifico caso, il "revenue" è visibile, in termini reali i creditori



danno più di quello che riceveranno in futuro. Nel caso in cui invece il tasso d'interesse reale sia positivo, come si manifesta concretamente il “revenue”? In questo modo: il governo può prendere a prestito al tasso d'interesse scontato e poi emettere prestiti pubblici ad un tasso vicino a quello di mercato, trattenendo dunque i profitti. Oppure, potrebbe trasferire il nuovo debito emesso con tasso scontato alle famiglie (che precedentemente acquistavano obbligazioni di società private) e poi tassarle per il valore originale del debito moltiplicato per un tasso vicino a quello di mercato.

La presenza del debt revenue non è derivabile solo attraverso l'intuizione come appena scritto, ma anche matematicamente. Per far ciò bisogna partire dal vincolo di bilancio intertemporale del governo

$$\frac{Debt}{GDP} = EPV_{r-g} \left( \frac{PrimaryBalance}{GDP} \right)$$

Questa equazione pone in relazione il livello del rapporto debito pubblico, alla sinistra dell'uguale, con il valore attualizzato (soggetto a incertezza) degli avanzi primari futuri che serviranno a ripagare il debito, alla destra dell'uguale. In un certo senso, per rendere l'idea, essa è come la relazione tra il valore di una azione e il valore attualizzato dei suoi dividendi (anch'esso soggetto a incertezza). Se i valori degli avanzi primari attualizzati sono bassi, gli investitori che detengono il debito dal passato purtroppo manifesteranno delle perdite. Se invece sono talmente bassi da essere inferiori al valore dei pagamenti sul debito che il governo deve erogare “oggi”, allora ci si trova di fronte ad un default: il governo paga meno di quanto aveva promesso. Generalizzando il tutto, si può definire l'insostenibilità del debito: essa si manifesta ogni qual volta uno dei due membri dell'equazione sale o diminuisce fortemente per mantenere l'equazione stessa verificata. I casi sono dunque due: il default che, come appena visto, produce una caduta valore del debito, o una politica di austerità che aumenta il valore attualizzato degli avanzi primari.

Un'analisi a sé deve essere fatta per il  $EPV_{(r-g)}$ . Esso è il tasso di attualizzazione: per decenni gli economisti hanno utilizzato  $r$  come tasso di sconto a cui viene sottratto il tasso di crescita del PIL ( $g$ ), poiché tasse e spese sono da valutarsi sempre rispetto alla dimensione dell'economia. Affinché il lato destro sia definito e l'equazione possa essere considerata “un'identità contabile” occorre immettere una condizione:  $r > g$ , altrimenti i saldi futuri crescerebbero più velocemente di quanto vengono scontati. È proprio quest'ultima condizione che ci permette di passare da questa tradizionale analisi di sostenibilità a quella “straordinaria”

del debt revenue. Si ritorna inevitabilmente al già molte volte citato  $r < g$ . Tale dato, evidenziato negli ultimi 10-20 anni, rende non definito il valore scontato dei saldi primari, divergendo all'infinito. La soluzione? Utilizzare  $m$  al posto di  $r$ .

Con  $m$  si ottiene il seguente vincolo di bilancio:

$$\frac{Debt}{GDP} = EPV_{m-g} \left( \frac{Primary\ Balance}{GDP} \right) + EPV_{m-g} \left( \frac{(m-r)Debt}{GDP} \right)$$

L'unica cosa che cambia rispetto a prima è proprio la presenza del debt revenue al secondo membro. Esso rappresenta il guadagno dello stato a fronte dell'emissione del debito. Da notare che, se  $m=r$ , allora le due equazioni mostrate sono la stessa e il debt revenue vale zero. Scontata a questo punto sorge la domanda: perché  $m$  non combacia con  $r$ ? La letteratura ho fornito diversi motivi:

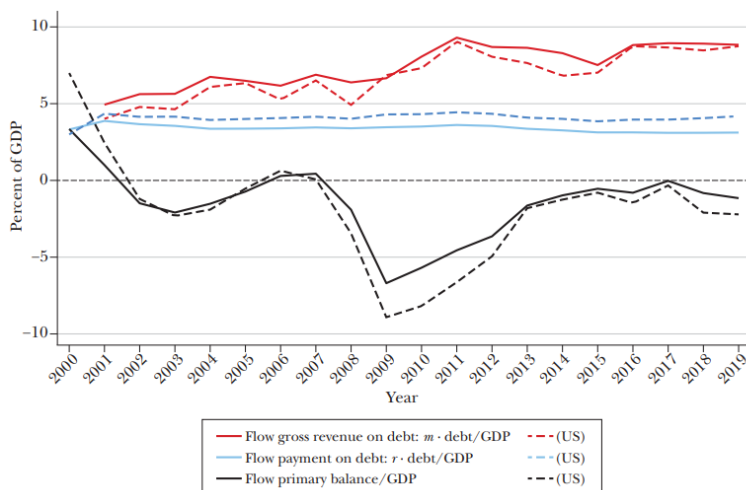
- RISERVA DI VALORE: i limiti del mercato dei titoli privati (difficoltà di verificare la sicurezza del ritorno) portano molti investitori a scegliere investimenti più sicuri, come in genere i titoli di stato, chiedendo anche un ritorno inferiore. L'invecchiamento della popolazione e le cicatrici lasciate dalla crisi finanziaria del 2007 amplificano questo concetto.
- REGOLAZIONI E REPRESSIONI FINANZIARIE: i governi molto spesso obbligano con legge gli istituti finanziari a detenere titoli di stato come quota del loro stato patrimoniale o come garanzia in alcune operazioni. Inoltre, spesso i governi disincentivano famiglie e istituzioni finanziarie nell'investire in titoli rischiosi privati e può porre limiti al credito privato. Si viene a generare dunque un aumento della domanda relativa di titoli di stato, giustificando il differenziale di rendimento tra investimenti nel pubblico e nel privato. Tale differenziale si può identificare come una tassa di repressione.
- LIQUIDITA' DEI TITOLI: il mercato di rivendita dei titoli di stato è estremamente liquido. Sono facilmente e rapidamente vendibili. Gli investimenti privati richiedono invece contrattazioni di rivendita mediamente più lunghe e difficili, in quanto i possibili nuovi acquirenti tendono a pensare che la messa in vendita dei titoli dipenda da qualcosa che non funziona nel progetto della società, e quindi chiedono tassi più alti.

Il professor Reis ritiene che tale sconto possa mantenersi anche nei prossimi decenni, proprio per i motivi sopra elencati: alcuni di essi (invecchiamento della popolazione, decisioni di

repressione finanziaria) sono infatti fattori strutturali delle economie e quindi difficili da modificarsi.

Con queste premesse a Reis non restava che il difficile compito di dare un valore numerico al debt revenue.

The Flow Budget Components as a Ratio of GDP for the G-7 Countries and the United States



Andamento delle componenti del debito in relazione al PIL per i membri del G7 e gli Stati Uniti (“Debt Revenue and the Sustainability of Public Debt”; R.Reis; 2022)

Reis utilizza i dati presenti nella tabella qui sopra, utilizzando come fonte il Fondo Monetario Internazionale. Le linee tratteggiate rappresentano i valori degli Stati Uniti, quelle continue quelli per i paesi del G7. In blu vengono rappresentati gli interessi pagati sul debito, mentre in rosso il debito pubblico moltiplicato per m (6% + inflazione). Tale m viene ricavato utilizzando una approssimazione che afferma che il tasso di crescita del consumo pro-capite reale dovrebbe essere uguale alla differenza tra il prodotto marginale del capitale e il tasso soggettivo di sconto (quest’ultimo moltiplicato per l’elasticità intertemporale di sostituzione): con il tasso di crescita (g) uguale a 0,02, il tasso di sconto uguale a 0,02 e l’elasticità intertemporale uguale a 0,5, si ottiene che m è 0,06 più inflazione.

La differenza tra le due curve (rossa meno blu) genera il valore annuale del debt revenue. All’inizio del millennio esso era attorno al 2% del PIL, mentre negli anni pre-pandemia esso si innalza al 6%. La media degli ultimi vent’anni si aggira attorno al 3,8%. In termini di valore presente scontato, considerando  $m-g=0,04$ , e ignorando il rischio o l’incertezza nell’attualizzare un sistema economico su una serie temporale molto lunga, si ottiene che il debt revenue potrà sostenere  $3,8/0,04=95\%$  del PIL del debito pubblico. Da notare anche che il debt revenue annuale è maggiore rispetto al valore assoluto annuale dei disavanzi primari (serie in nero).

Questa analisi approssimativa mostra che buona parte del debito pubblico può essere coperto con il debt revenue. Esso dunque è, secondo l'autore, un ottimo candidato per sostenere l'attuale livello del debito pubblico.

### 1.3. VALUTAZIONE SULLA LETTERATURA MODERNA

Gli studi fino ad ora mostrati, tutti basati sull'analisi del gap  $r < g$ , portano a conclusioni differenti. Ne esiste una corretta?

Dapprima possiamo valutare chi la spunti tra le due prime analisi, quella che pende per la sostenibilità, di Blanchard (2019) e quella che pende per l'insostenibilità, di Gale (2019). Essendo entrambi dello stesso anno, li mettiamo a confronto verificando la coerenza dei loro risultati alla luce dei dati post pubblicazione.

Dal 2019 due grandezze macroeconomiche fondamentali per l'analisi di sostenibilità hanno manifestato cambiamenti non indifferenti: si tratta del rapporto debito/PIL e del tasso d'interesse  $r$ . Le cause di questi cambiamenti sono risapute e semplici, ma è meglio ricordarle:

- **AUMENTO RAPPORTO DEBITO/PIL:** dovuto principalmente alla pandemia. Per fronteggiare l'emergenza sanitaria praticamente tutti i governi sono ricorsi ad un aumento significativo della spesa pubblica, il che ha generato ampi disavanzi primari, aumentando il debito. La contrazione del PIL ha ridotto il denominatore del rapporto debito/PIL, aumentando il valore di quest'ultimo.
- **AUMENTO TASSI D'INTERESSE:** ciò è dovuto alla classica reazione delle banche centrali di fronte ad un aumento dell'inflazione (verificatasi a partire dalla fine del 2021). Per riportare l'inflazione al 2% target si raffredda l'economia attraverso l'aumento dei tassi d'interesse. Tale operazione rende il debito più costoso e riduce il livello del PIL, peggiorando ancora una volta il livello debito/PIL.

In concreto ad oggi cosa sta accadendo? A destare più preoccupazioni sono gli Stati Uniti. I primi mormorii del mercato sull'insostenibilità del debito si sono percepiti durante il 2021 e da allora la situazione non è migliorata. Insomma, la sensazione è di un debito statunitense tenuto sotto controllo dagli investitori. Ad aggravare la situazione c'è la presente e futura propensione all'indebitamento in maniera ingente. Infatti, a fine maggio 2023 la Camera dei Rappresentanti degli Stati Uniti ha autorizzato la sospensione del tetto di 31.400 miliardi di dollari di debito così

da evitare che il 5 giugno il governo esaurisse i fondi e si generasse un default per la prima volta nella storia del paese.

Nell'Unione Europea, lo strumento Next Gen EU ha aiutato a mantenere la situazione stabile. I 750 miliardi messi a disposizione dalla Banca Centrale Europea (di cui 390 sotto forma di trasferimenti e la restante parte come prestiti a tassi favorevoli) sono stati finanziati attraverso l'emissione di titoli dell'UE stessa, che finiranno di essere ripagati entro il 2058. Non si esclude che potranno essere richieste contribuzioni aggiuntive a ogni stato membro qualora necessario. L'origine dell'istituzione di tali provvedimenti è di sicuro da rimandare all'Outright Monetary Policy utilizzata per fronteggiare la crisi del debito sovrano in Europa dei primi anni '10. Questo tipo di politiche sono state e sono di sicuro d'aiuto, ma non possono escludere un'insostenibilità più o meno vicina del debito. Inoltre, ci sarebbe inoltre da tenere in considerazione l'incertezza nel valore effettivo del denaro da ripagare all'UE (come scritto precedentemente non esistono proiezioni certe di quanto ogni stato dovrà ripagare). Questo argomento verrà approfondito nel prossimo capitolo.

Infine, da tenere in considerazione ci sarebbero tutti gli effetti dovuti all'interazione tra le diverse economie (per esempio un default statunitense inevitabilmente aggraverebbe la situazione in Europa).

L'analisi della situazione aggiornata al 2023, non è da sola risolutiva sulla sostenibilità del debito, ma, se comparata con gli studi del 2019, aiuta indubbiamente nella valutazione delle due diverse teorie precedentemente proposte e a capire su quale si dovrebbe fare affidamento.

È assodato che la molteplicità dei fattori da tenere in considerazione in questo tipo di valutazioni, unite al loro grande grado di incertezza riguardo il futuro, rendano ogni previsione fatta in un determinato momento "in parte arte e in parte scienza" (Gale, pag. 29). La teoria migliore è dunque quella che meno si allontana dalla realtà, in questo caso quella di insostenibilità del debito di Gale: dare peso ai livelli esorbitanti del debito/PIL è il punto fondamentale: è vero, fino ad allora i tassi d'interesse erano bassi, l'economia cresceva a buoni ritmi, ma ciò che conta è quel rapporto lì, debito/PIL. Si possono prevedere tutti i possibili scenari, dai più ottimi a quelli peggiori, ma chi decide sulla sostenibilità del debito è in ultima analisi l'investitore: l'investitore è, per natura, attento al rischio, e animato da aspettative non sempre razionali. Fornire agli investitori rapporti debito/PIL così alti significa necessariamente esporsi alla possibilità che, qualora avvenga uno shock negativo, essi ritengano il debito pubblico rischioso, aumentando i tassi d'interesse. Esporsi a ciò non è in nessun caso conveniente. Se ad oggi è vero che i peggioramenti della sostenibilità sono motivati soprattutto da fattori esterni alle reazioni del mercato, e che quindi ci si può aspettare un suo

progressivo miglioramento col tempo (ad esempio non appena i tassi d'interesse verranno riabbassati) è altrettanto vero che il mercato stesso osserva la situazione. La domanda da porsi a questo punto è: “e se prima di poter riabbassare i tassi ci volessero ancora diversi anni?”, “e se l'economia incappasse in una nuova recessione?”, “e se ci fossero minacce di un'estensione della guerra in Ucraina?”. Sono un sacco di “se”, ma non è forse meglio tenerne conto? Non è forse meglio che gli Stati Uniti attuino ad oggi delle politiche atte a ridurre i disavanzi? Per ribadire lo stesso concetto, ma esprimendolo con termini diversi, se non consideriamo le possibili risposte dei mercati di fronte a nuovi peggioramenti dell'economia, non la pensiamo che allo stesso modo di Blanchard: ossia che per il semplice fatto che un accadimento sia improbabile, non se ne tiene conto, indipendentemente dalla gravità dei suoi possibili effetti. Con questo, non voglio affermare che in un'analisi economica bisogna tener conto di ogni possibile shock, anche di quelli più impensabili e remoti, ma affermo che in questa specifica situazione deve essere fatto: livelli di debito così alti non possono passare inosservati perché le cose non stanno precipitando. L'investitore non misura l'insostenibilità ragionando solo alla situazione corrente e più probabile, ma crea le sue aspettative anche in base a ciò che pensa possa accadere. È impossibile prevedere con certezza futuro e reazione dei mercati, sarebbe meglio dunque prevenire piuttosto che curare.

Riassumendo il tutto con poche frasi: non si può affermare con certezza che il debito sia insostenibile, ma non si può nemmeno affermare il contrario, ed è semplicemente questo a dover spaventare e a far correre ai ripari, livelli così alti di debito inevitabilmente devono portare ad azioni di riduzione dei disavanzi.

Per avvalorare ancora una volta la dipendenza dalle aspettative degli investitori e la conseguente necessità di limitare ogni spiraglio di aspettative di insostenibilità si può citare la teoria economica costruita da Cole e Kehoe (2000): essi teorizzano l'esistenza di circostanze in cui una crisi del debito (dove i tassi d'interesse raggiungono livelli proibitivi) nasca dalle sole aspettative di insostenibilità da parte degli investitori. La crisi si autorealizza, anche se non ci si trova di fronte ad una reale (guardando ai bilanci) insostenibilità del debito da parte del governo. Tale fenomeno, unito a volontà speculative, è spesso accostato alle crisi del debito del 2011 in Europa (se effettivamente la Grecia si trovava in situazioni catastrofiche, a detta di molti lo stesso non valeva per i così detti paesi Gipsi.)

Detto ciò, si può ora passare a valutare la “nuova modalità” di pagamento del debito, il debt revenue. Ma prima, mettendo in relazione il lavoro di Reis con quello di Gale, si può notare ancora una volta come una singola variabile possa essere interpretata e pesata in maniera differente, se non opposta, all'interno dello studio del debito: se infatti Gale ritiene l'invecchiamento della popolazione un

pericolo per il livello del debito (motivato dalla crescita delle spese sanitarie e previdenziali), Reis ritiene tale indice fondamentale per mantenere il gap  $r < m$  non solo nel presente, ma anche nel futuro, giustificando la veridicità del debt revenue. Un'interpretazione non esclude l'altra, almeno nella teoria, ma rende evidente la grande difficoltà per gli economisti nel valutare le variabili di un modello in maniera perfetta e univoca.

Nonostante ciò, i veri principali problemi del debt revenue sono a mio avviso due:

- GAP  $r < m$ : se negli ultimi 20 anni tale gap si è mantenuto, è utopistico pensare che esso possa mantenersi con certezza anche per i prossimi 20.
- REAZIONE DEL MERCATO: anche se il gap rimanesse, i governi dovrebbero fronteggiare un altro problema, le reazioni dei mercati. Qualora infatti, i governi iniziassero sistematicamente a dare a prestito al tasso di mercato il debito che hanno acquisito a tasso  $r$  inferiore, ritengo che tale meccanismo di “guadagno” si azzererebbe in poco tempo. Gli investitori, infatti, consapevoli di tale lucro da parte del governo, cominceranno a richiedere tassi sui titoli di stato più alti, ipotizzando (molto probabilmente con ragione) che il governo prenderà a prestito a qualsiasi tasso inferiore o uguale a quello di mercato. Oppure, anche se meno probabile, se non dovesse alzarsi il tasso  $r$ , sarà  $m$  a farlo, in quanto gli investitori chiederebbero un tasso inferiore, conoscendo appunto il lucro che ci sta dietro. Il cosiddetto gap finirà dunque per azzerarsi in poco tempo, non tanto per motivi legati al debito preesistente o ai bilanci dei paesi, ma per il semplice intento speculativo degli agenti. Assumendo per vera questa mia ipotesi, l'utilizzo del debt revenue non solo non garantirebbe dei buoni risultati, ma anzi sarebbe controproducente poiché, nel caso di aumento di  $r$ , renderebbe il costo del debito maggiore (per motivi ancora una volta estranei al reale andamento dell'economia di un paese), peggiorando la sostenibilità del debito stessa.

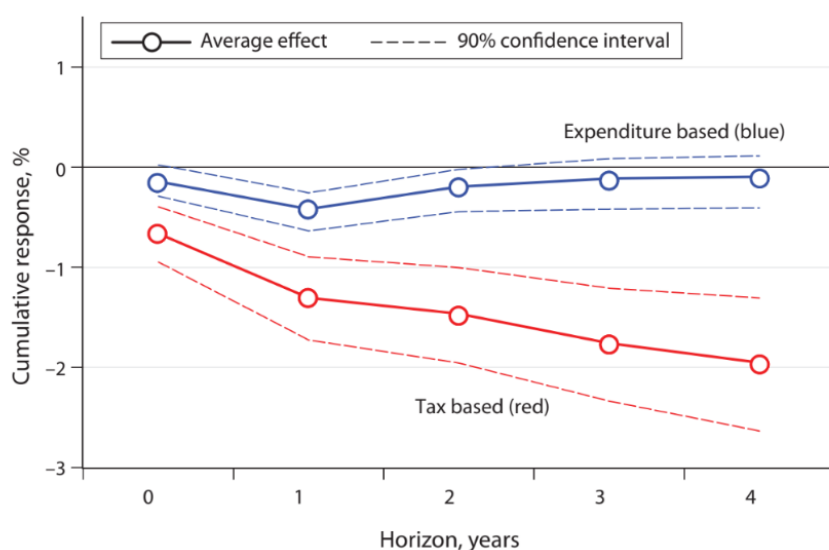
Il debt revenue è dunque una “modalità di pagamento del debito” solo quando è visibile, ossia quando  $r$  è minore del tasso d'inflazione.

Lo stato non è una banca d'investimento. Non può evitare l'impegno di creare avanzi primari creando un nuovo meccanismo di pagamento del debito, oltretutto basato sul tentativo di speculare nei confronti degli investitori (che, come detto più volte, sono essi a speculare per primi e a decidere in ultima istanza il livello dei tassi).

## 1.4 QUALE TIPO DI CORREZIONI

Delle correzioni sono dunque da attuare, ma in quale maniera? Ritengo che il contributo maggiore per rispondere a questa domanda sia dato da Alberto Alesina, Carlo Favero e Francesca Giavazzi con loro lavoro “Austerity: when it works and when it doesn’t”. Esso illustra fallimenti e successi delle strategie di riduzione del debito negli ultimi quattro decenni, in sedici paesi OCSE. Tra gli altri vengono analizzati i successi di Belgio (da 134% a 100% del PIL) tra il '93 e il 2000, del Canada (dal 100% all'80% del PIL) circa nello stesso periodo e quello ancora più evidente dell'Irlanda, sempre negli anni Novanta, dal 100% al 40% del PIL.

Grazie all'evidenza empirica dei dati, gli autori giungono ad una importante conclusione: esistono due tipi di austerità, con due effetti diversi. Il primo tipo è un'austerità basata sull'aumento delle tasse (dirette o indirette): in paesi con livelli di tassazione già elevati (tutti i paesi OCSE osservati), l'ulteriore aumento di queste comporta esattamente gli effetti che i detrattori dell'austerità temono, ossia tale tipologia è fortemente recessiva nel breve e nel medio periodo, aumentando in certi casi il rapporto debito/PIL. Al contrario l'austerità basata sui tagli alla spesa ha portato a riduzioni significative del rapporto. I risultati ottenuti da questo studio sono i seguenti:

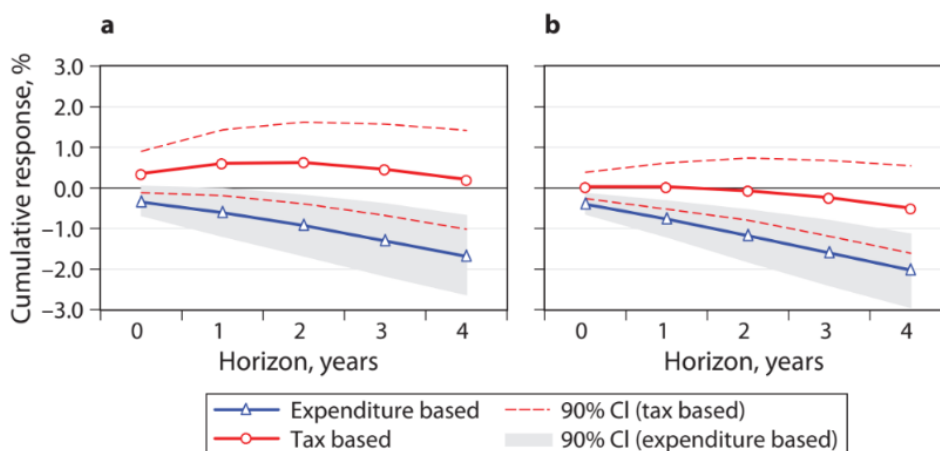


Effetti sul PIL dei piani d'austerità (“Austerity: when it works and when it doesn’t”; A. Alesina, C. Favero, F. Giavazzi; 2019)

Questo primo grafico mostra gli effetti sul PIL dei due diversi piani di austerità. Entrambi i piani riducono il disavanzo primario dell'uno percento e le due linee rappresentano la risposta del PIL rispetto al suo evolversi in assenza proprio di tali politiche. Il campione preso in esame è quello di sedici paesi OCSE per il periodo dal 1978 al 2014 e viene mostrato l'effetto medio nel corso del tempo. La differenza è evidente, i piani basati maggiormente sull'aumento delle tasse (in rosso) deprimono la produzione fin da subito, in maniera prolungata e sempre più profonda; gli altri invece,



quelli basati sul taglio alla spesa (in blu) esauriscono i loro limitati effetti negativi entro due anni circa dalla loro introduzione.



Risposta del PIL ai piani d'austerità ("Austerity: when it works and when it doesn't"; A. Alesina, C. Favero, F. Giavazzi; 2019)

Quest'altro grafico mostra la risposta del rapporto debito/PIL ai due piani di austerità, rispetto alla traiettoria che esso avrebbe in assenza di austerità. Quello di sinistra (a) rappresenta la risposta ad un livello debito/PIL del 120% con costo del debito relativamente alto, mentre quello di destra ad un livello del 60% con un costo del debito relativamente basso. Eccoli spiegati:

- GRAFICO "A" (ALTO DEBITO, ALTO COSTO DEL DEBITO): il piano basato sul taglio alla spesa (in blu) ha un effetto stabilizzante del rapporto in questione, mentre quello basato sull'aumento delle tasse (in rosso) genera l'effetto opposto.
- GRAFICO "B" (BASSO DEBITO, BASSO COSTO DEL DEBITO): il piano basato sul taglio alla spesa (in blu) ha un effetto stabilizzante del rapporto in questione, mentre quello basato sull'aumento delle tasse (in rosso) è neutrale.

Ma quali sono i motivi delle differenze tra questi due diversi piani di austerità? Perché quella basata sul taglio alla spesa risulta essere vincente? La risposta sta soprattutto nella natura delle spese automatiche (come la previdenza sociale): esse sono spese che negli ultimi decenni hanno continuato a crescere e rappresentare una parte sempre più ingente della spesa pubblica. Se vengono effettuati tagli a questo tipo di spese (austerità basata sul taglio di spesa), essi hanno un effetto più duraturo sul debito rispetto agli aumenti delle tasse. Infatti, un'austerità che aumenta le tasse, ma non limita questo tipo di spese comporterà inevitabilmente uno di questi due effetti: nuovo incremento della tassazione per coprire l'aumento della spesa oppure, se non si volesse procedere con quest'ultima politica, si andrebbe ad aumentare l'indebitamento. Entrambi gli effetti comportano un peggioramento del rapporto debito/PIL, il primo per riduzione del denominatore, il secondo per aumento del numeratore. La fiducia stessa degli individui viene meno in questo caso: infatti essi si

rendono conto che le tasse prima o poi dovranno aumentare nuovamente e quindi preferiscono fin da subito ridurre i consumi (le imprese fanno lo stesso ragionamento, riducendo gli investimenti), cosa che non accade con un'austerità che prevede tagli alla spesa. Unito a ciò, infine, si ha un'ulteriore motivazione nel diverso impatto dei due tipi di austerità sull'offerta (spesso non considerato dai governi): un aumento delle imposte sul lavoro riduce l'offerta di impieghi, alza i costi per le imprese e quindi i prezzi dei beni. Ciò, unito alla riduzione della domanda aggregata, dato dalle aspettative degli individui, genera una riduzione della produzione.

L'analisi di Alesina, Favero e Giavazzi (2019), costruita a partire dai dati, non lascia scampo a molte interpretazioni, se non quella, quasi schiacciante, dell'efficacia dell'austerità basata sui tagli alla spesa, rispetto a quella basata sull'aumento delle tasse.

## MECCANISMI UE PER IL DEBITO PUBBLICO

### 2.1 INTRODUZIONE ALL'UNIONE MONETARIA, TRATTATO DI MAASTRICHT, PATTO DI STABILITA'

Al fine di conoscere i meccanismi europei per la stabilizzazione del debito dei paesi membri è necessario partire dalla nascita dell'Unione Monetaria Europea.

Come espresso da Christian Scheinert (2023), nelle “Note sintetiche sull'Unione Europea”, i primi tentativi sorsero a partire dalla fine degli anni '60, in occasione del vertice dell'Aia, ma furono stroncati sul nascere dal crollo del sistema di Bretton Woods e dalla conseguente decisione del governo statunitense di far fluttuare il dollaro. Successivamente il sistema del “serpente nel tunnel” (meccanismo con cui le monete nazionali dovevano fluttuare all'interno di margini ristretti rispetto al dollaro), pensato al vertice di Parigi del 1972, perde la sua efficacia destabilizzato dalle crisi petrolifere e del dollaro dell'epoca e da divergenze tra le politiche economiche.

Una prima reale stoccata alla volatilità dei tassi di cambio è stata data grazie al vertice di Bruxelles del 1978 e alla creazione del sistema monetario europeo (SME): il meccanismo di regolazione si basava su tassi di cambio delle monete dei paesi legati all'ECU (unità monetaria europea: una sorta di unità di conto europeo, basata su una media ponderata delle monete partecipanti). Il procedimento era il seguente: veniva creata una griglia di tassi bilaterali sulla base dei tassi centrali espressi in ECU e le fluttuazioni valutarie non dovevano superare il 2,25%. Tale procedimento, seppur utile ed efficace, non poteva essere la soluzione per manifestare tutto il potenziale del programma sul mercato interno: infatti, all'epoca i costi di transazione sulle operazioni tra paesi sono ancora relativamente alti.

L'abbattimento definitivo avviene con l'istituzione del comitato per lo studio dell'Unione Monetaria Europea (UEM) del 1988. L'anno successivo, tale comitato presenta il cosiddetto “rapporto Delors” che mostra le misure concrete per l'introduzione di una completa ed esaustiva unione monetaria. Sulla base di tale rapporto e attraverso le modifiche della Conferenza intergovernativa, viene redatto il “Trattato sull'Unione Europea”, sottoscritto e adottato dai Capi di Stato e di governo nel Consiglio europeo di Maastricht del dicembre 1991 ed entrato in vigore il 1° novembre 1993.

Il trattato, come lo stesso rapporto Delors, prefigura tre diverse fasi per arrivare al compimento dell'UEM:

— prima fase: (dal 1° luglio 1990 al 31 dicembre 1993): introduzione della libera circolazione dei capitali tra gli Stati membri;

— seconda fase: (dal 1° gennaio 1994 al 31 dicembre 1998): convergenza delle politiche economiche degli Stati membri e rafforzamento della cooperazione fra le banche centrali degli Stati membri. Il coordinamento delle politiche monetarie viene istituzionalizzato con la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), incaricato di rafforzare la cooperazione fra le banche centrali nazionali e compiere i preparativi necessari per l'introduzione della moneta unica. Questa fase prevede che le banche centrali nazionali diventino indipendenti;

— terza fase: (iniziata il 1° gennaio 1999): attuazione di una politica monetaria comune sotto la guida dell'Eurosistema sin dal primo giorno e progressiva introduzione delle banconote e monete in euro in tutti gli Stati membri della zona euro. La transizione alla terza fase è subordinata al conseguimento di un elevato livello di convergenza duratura definito sulla base di un certo numero di criteri stabiliti dai trattati. Le norme di bilancio devono diventare vincolanti e ogni Stato membro che non le rispetta può incorrere in sanzioni. La politica monetaria per la zona euro è affidata all'Eurosistema, composto da sei membri del comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali della zona euro.

Dopo questa breve analisi dei passaggi storici che hanno portato alla formazione dell'UEM tra la fine del ventesimo e l'inizio del ventunesimo secolo con soli “undici” membri iniziali (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna a cui poi si unirà la Grecia), l'attenzione passa alla terza fase del trattato di Maastricht e più in particolare all'analisi della convergenza.

La principale teoria economica su cui si basano motivazioni e modalità d'implementazione dell'area Euro è quella della “Optimum Currency Area” elaborata per la prima volta da Robert Mundell (1961). Secondo tale teoria, i benefici legati alla creazione di un'estesa area valutaria sono i seguenti:

- riduzione di costi e rischi legati a operazioni tra nazioni
- raggiungimento della stabilità di prezzi e tasso di occupazione
- crescita del PIL reale

Per raggiungerli (tralasciando la loro effettiva realizzazione, l'effettivo beneficio apportato dall'unica moneta e l'entità dei costi) Mundell crede debbano verificarsi o debbano implementarsi determinate condizioni macroeconomiche. In altre parole, il funzionamento di

un'area valutaria ottima non nasce dalla sola adozione di una moneta e una politica monetaria comune, ma, tra i paesi aderenti, servono:

- economie aperte
- alta mobilità di lavoro e capitale (a livello geografico e di settore)
- diversificazione della produzione
- flessibilità di mercati, prezzi e salari
- livello omogeneo di sviluppo e strutture economiche
- sistemi legali simili
- sincronizzazione dei cicli economici
- stessa tendenza all'inflazione
- livelli di debito pubblico/PIL simili

Se dunque alla base del raggiungimento di unione monetaria solida devono manifestarsi queste condizioni, l'Unione Europea, proprio attraverso il Trattato di Maastricht ha posto le basi legali per ottenerle. Esse vengono chiamati "Criteri di Convergenza", sono quattro e ogni paese che vuole entrare nell'unione deve rispettarli:

1. **STABILITA' DEI PREZZI:** questo primo criterio specifica che il tasso d'inflazione non può essere maggiore di 1,5 punti percentuali rispetto al tasso dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati.
2. **STABILITA' DEL TASSO DI CAMBIO:** il paese deve partecipare al meccanismo di cambio (ERM 2) per almeno due anni senza deviazioni di rilievo rispetto al tasso di cambio centrale dell'ERM 2 e senza svalutazioni del tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti dell'euro nello stesso periodo.
3. **TASSI D'INTERESSE A LUNGO TERMINE:** il tasso d'interesse a lungo termine non dovrebbe essere maggiore del 2% rispetto al tasso dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.
4. **FINANZE PUBBLICHE SANE E SOSTENIBILI:** il disavanzo annuo di bilancio di un paese non deve portarsi oltre il 3% del PIL e il debito pubblico complessivo non deve superare il 60% del PIL.

Tutti e quattro questi criteri sono ancora ad oggi utilizzati come sbarramento all'entrata nell'Eurozona. Proprio quest'ultimo criterio di convergenza deve essere ora analizzato. Viene istituito poiché nei decenni precedenti la maggior parte dei paesi entranti nell'area Euro hanno sofferto importanti disavanzi primari che hanno comportato diversi problemi ai paesi stessi. Un elevato livello di debito e disavanzi primari condiziona necessariamente, come già ampiamente

ribadito, il livello dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio, di investimento e consumo privato. Differenze di questo tipo tra i componenti dell'unione monetaria possono dunque comportare differenze nella sincronizzazione dei cicli economici, diverse necessità di tassazione, diverse politiche monetarie di stabilizzazione. Inoltre, si verrebbero a creare effetti negativi sulla competitività intra-unione e tra unione monetaria e resto del mondo. Queste sono le principali ragioni che hanno portato l'UE all'introduzione di tale criterio di convergenza.

Si può affermare che sia questo il primo storico e convenzionale meccanismo di controllo a livello europeo del livello del debito. Anche se nasce come criterio di sbarramento per l'entrata nell'UEM e non per ragioni di un disinteressato interesse ai bilanci degli stati europei, esso ha messo in moto tutta una serie di riforme strutturali all'interno dei paesi al fine di stabilizzare il debito.

La maggioranza della teoria economica dell'epoca ha manifestato un'ampia approvazione nei confronti di questi criteri nel corso del tempo, ma se si vuole dare una visione completa su di essi, e in particolare sul criterio di sostenibilità delle finanze è necessario citare il pensiero di coloro che non la pensano allo stesso modo.

Tra questi si trova il lavoro svolto da Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose (1997), mostrato da S. Bukowski (2006, pagina 3). I due hanno analizzato trent'anni di dati relativi ai venti paesi più industrializzati e notato una correlazione positiva tra commercio bilaterale e sincronizzazione dei cicli economici. In altre parole, paesi che storicamente hanno un alto livello di integrazione commerciale, manifestano una alta convergenza e sincronizzazione dei propri cicli economici. Questa evidenza empirica aprirebbe dunque, secondo gli autori, ad un nuovo modo di ragionare sui vincoli per l'adesione all'UEM. Infatti, mentre la teoria classica afferma che è necessario ex ante raggiungere la convergenza per entrare nell'UEM, gli autori ritengono che il raggiungimento di tali obiettivi possa "auto-manifestarsi ex-post": dare la possibilità di entrare nell'UEM a quei paesi che sembrerebbero non perfetti candidati genererebbe un ingente aumento del loro commercio con i paesi già aderenti, che a sua volta incrementerebbe la sincronizzazione dei cicli economici, rendendo meno gravoso il processo di convergenza. Ciò ovviamente non significa che ex ante non si debba più procedere ad alcun cambiamento strutturale, ma che questi ultimi potrebbero essere meno drastici.

Un procedimento di adesione di questo tipo permetterebbe di limitare gli ingenti sforzi dei paesi per omogenizzare sé stessi nei confronti degli altri paesi UEM. Tale approccio a mio avviso potrebbe essere utilizzato solamente con i nuovi entranti, il cui impatto sull'intera unione non mette a rischio la sostenibilità della stessa. Se un simile approccio fosse stato utilizzato fin

dall'inizio (al momento della creazione dell'EUM) il tempo necessario a garantire ex-post la sincronizzazione dei cicli sarebbe stato troppo lungo e impattante, impedendone la creazione.

Un altro lavoro rilevante è quello di Paolo De Grauwe (2003), mostrato da S. Bukowski (2006, pagina 6). L'autore, soffermandosi sul criterio della sostenibilità di finanze e debito pubblico, ritiene che sia un fattore assolutamente indispensabile al fine della buona riuscita dell'area Euro, ma che i parametri iscritti nel trattato siano arbitrari e non giustificati dalla teoria e dalla pratica economica. Infatti, tali parametri (massimo disavanzo al 3% e livello limite del debito pubblico al 60%) derivano da una semplice equazione:  $d = g \times b$ .

Dove  $d$  è il disavanzo primario (sempre in relazione al PIL),  $g$  è il tasso nominale di crescita del PIL e  $b$  è il debito pubblico identificato come al limite del sostenibile. Si può facilmente notare che, se si utilizza  $g=5\%$  e  $b=60\%$ , allora  $d$  è uguale al 3%. Il problema dell'applicazione di questa formula sta sia nella relazione in sé, quanto nella scelta dei parametri. Per quanto riguarda il primo tipo di criticità, esso sta nel fatto che è erroneo, o almeno troppo semplicistico correlare la crescita della produzione con quella del debito pubblico. Per quanto riguarda invece il secondo tipo di criticità, come già ampiamente discusso nel capitolo precedente, prevedere il futuro di determinate grandezze macroeconomiche è estremamente difficile, se non impossibile e può rendere fuorviante la comprensione dell'andamento dell'economia: considerare all'epoca del Trattato di Maastricht  $g=5\%$  per il futuro è una pratica arbitraria. L'utilizzo di questo dato arbitrario ha però inevitabili ricadute sull'entità delle riforme strutturali che i paesi si sono impegnati ad attuare e sull'economia reale degli stessi. Soffermandosi invece sul parametro  $b$ , l'autore ritiene che la scelta del 60% sia stata motivata dal fatto che durante gli anni '90 tale valore fosse quello medio tra i paesi. Trattandosi appunto di un valore medio, questo non necessariamente combacia con un ipotetico livello di sostenibilità del debito: è stato dunque, sempre secondo l'autore, adottato uno sbarramento non direttamente collegato all'effettivo grado di sicurezza nelle finanze dei paesi. Ancora una volta, anche in base a questo parametro, i paesi si sono impegnati a adottare importanti riforme per raggiungere un adeguato grado di convergenza.

Prima di dare una breve valutazione a queste ultime teorie economiche, bisogna citare l'impatto della Germania nella questione: essa ha insistito per l'instaurazione del criterio di stabilità finanziaria e del debito. Ciò, non tanto per interesse nei confronti del benessere degli altri paesi, ma per evitare che la possibilità dell'aumento del debito pubblico aumentasse i tassi d'interesse sui titoli di stato di gran parte dell'Eurozona. Il timore era che i paesi con bassi livelli di debito

(tra cui ovviamente la Germania) facessero fatica a piazzare sul mercato i propri titoli, dato il basso rendimento rispetto a quelli di altri paesi. Non è questa l'unica volta in cui un paese dell'Eurozona riesce ad influenzare le decisioni della stessa, come verrà poi mostrato nel proseguo del capitolo.

Ponderando le norme presenti nel trattato, le teorie economiche presentate e l'influenza della Germania a mio avviso si può cercare di valutare questo primo meccanismo di controllo del debito da parte dell'UEM. È da considerare sicuramente positiva l'instaurazione di procedimenti sovranazionali che provvedano a creare comportamenti virtuosi in questo ambito: ad esempio, se queste limitazioni fossero state presenti nei decenni precedenti, i governi italiani non avrebbero mai potuto intraprendere politiche di indebitamento scellerate tra il 1974 e il 1994 (ad oggi conosciute con il nome di "ventennio perduto") di cui ancora oggi l'Italia paga le conseguenze. Se l'esistenza del criterio è fondamentale e necessaria, lo sono meno i parametri scelti e sostanzialmente concordo con la tesi del professor De Grauwe: l'arbitrarietà delle scelte non hanno permesso di indagare profondamente su quali fossero i reali valori da inserire nel trattato di Maastricht al fine di mantenere sostenibili le finanze dei paesi dell'Eurozona. Oltre ad essere arbitrari, disavanzi al 3% e debito al 60% erano inoltre impossibili da raggiungere in breve tempo per alcuni paesi come Italia e Belgio.

Se con l'adesione a Maastricht è scattato l'impegno da parte dei paesi firmatari al raggiungimento dei criteri di convergenza, come appena sottolineato, per alcuni paesi il vincolo sul debito imposto era praticamente irraggiungibile. L'Eurozona si è dunque trovata a dover affrontare un problema di difficile soluzione: una concreta impossibilità nel raggiungere i criteri di convergenza per alcuni paesi, ossia un divario tra quanto sottoscritto in via teorica e quanto nella realtà i paesi possono ottenere. La soluzione dell'Europa è stata in realtà molto semplice: per tali paesi l'adesione alla zona Euro è stata possibile grazie ad un'interpretazione flessibile dei parametri di Maastricht, all'impegno verso un riavvicinamento costante ad essi, e alla creazione del "Patto di Sostenibilità e Crescita" redatto dal Consiglio europeo di Amsterdam del 1997.

L'interpretazione flessibile dei parametri di Maastricht dà forza alla teoria del professor De Grauwe: infatti, difficilmente l'EU derogherebbe dei valori rappresentativi della vera sostenibilità del debito, più verosimile è che essi non la rappresentino.

Per quanto riguarda il Patto di Sostenibilità e Crescita, non può essere banalmente identificato come, utilizzando un termine matematico, un "corollario" del Trattato di Maastricht: esso costituisce la sorveglianza post-Maastricht alle politiche di bilancio ed elenca modalità,



procedimenti e sanzioni per ottemperare allo scopo per cui è stata creato. Infatti, a poco servirebbero delle condizioni di convergenza solamente iniziali, senza alcun controllo successivo. Il Patto è stato però poco seguito nei primi anni di vita dell'unione monetaria.

A questo punto, si può dare una “definitiva” lettura ai primi meccanismi di controllo delle finanze degli stati da parte dell'EU. A prescindere dai parametri utilizzati, i criteri di convergenza e i controlli post-entrata si sono rilevati poco centrali nei primi anni dell'Eurozona: vien da pensare che la frenesia nel creare questa nuova unione abbia tolto l'attenzione di legislatori e funzionari nel controllare e sanzionare a dovere comportamenti diversi da quelli sottoscritti nei trattati. La conseguenza è stata una sola parziale convergenza dei paesi undici membri dell'Eurozona: ciò ha portato, come descritto nel prossimo paragrafo, a conseguenze spiacevoli.

## 2.2 DIFFERENZE MACROECONOMICHE TRA PAESI, CRISI DEL DEBITO SOVRANO, MECCANISMI RISOLUTIVI

In questo paragrafo l'analisi si sposta sui meccanismi di controllo e gestione del debito sovrano implementati dall'UEM (per la verità la Bce soprattutto) per esigenze straordinarie legate al periodo pre e post Crisi Finanziaria del 2007. Per comprenderli è necessario concentrarsi sulle dinamiche che si sono venute a creare tra i paesi dell'Eurozona e ragionare su benefici e limiti della zona Euro.

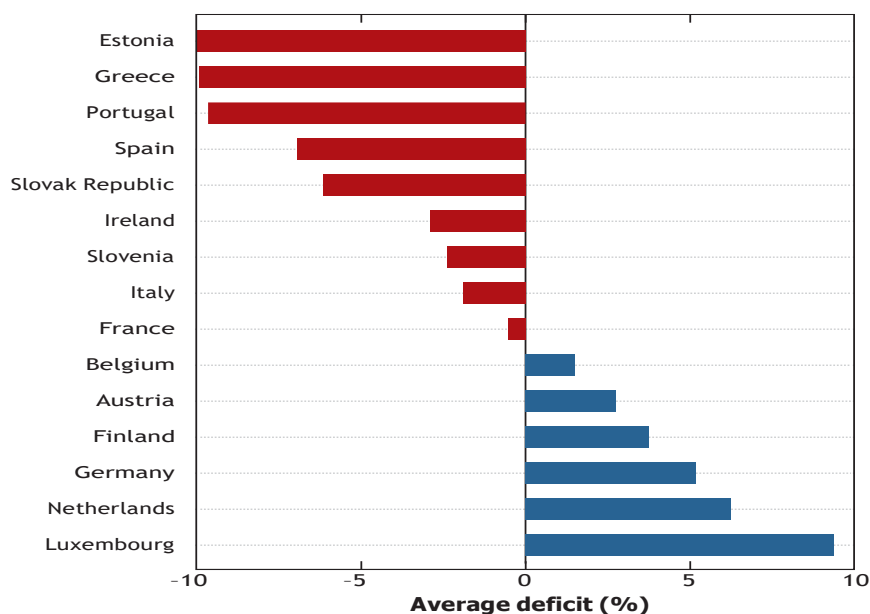
Il precedente paragrafo si è soffermato sulla necessità di instaurare e rispettare determinati criteri di convergenza; questo apre invece con il descrivere le differenze macroeconomiche, in contraddizione dei criteri e del Patto di Stabilità e Crescita, che hanno portato alla crisi del debito sovrano tra il 2010 e il 2013 e alle misure di contenimento e controllo dello stesso. Il susseguirsi degli eventi storici è presentato seguendo il lavoro di J. Frieden e S. Walter (2017).

La moneta unica, introdotta a partire dal 1° gennaio 1999, come già scritto precedentemente è stata immessa in una situazione di ancora decisa divergenza/differenza tra i paesi (ad esempio, l'inflazione media in Germania tra il 1998 e il 2007 è stata del 1.5%, mentre in Spagna, nello stesso periodo, del 3.2%. Gli stessi paesi hanno constatato andamenti opposti nel livello dei salari e in altri indici macroeconomici.)

La divergenza più influente nella crisi del debito è però quella legata al tasso di crescita: infatti l'Eurozona contava tra le sue fila paesi a bassa crescita (quelli del centro Europa, tra i quali Germania, Francia, Finlandia, Austria) e paesi ad alta crescita (quelli della periferia Europea,

tra i quali Irlanda, Grecia e Spagna). Per questo, si manifestano le prime difficoltà decisionali della appena nata ECB: gli stati dell'Eurozona necessitano di tassi d'interesse diversi tra loro, ma ovviamente solo uno può essere quello piazzato. Il tasso scelto è un compromesso: troppo alto per stimolare la crescita nei paesi dell'Europa centrale, troppo basso per ridurre la forte crescita dei paesi della periferia. Gli investimenti più profittevoli sono e si mantengono quelli nei paesi periferici, a cui arrivano ingenti capitali proprio da parte di quelli centrali. È importante ricordare una cosa: come mostrato nel capitolo precedente, in quegli anni, il tasso d'interesse reale vicino o molto spesso inferiore allo zero incentiva fortemente i paesi periferici a indebitarsi. Il meccanismo è di quelli che si auto-rafforzano: più investimenti arrivano a paesi come Spagna e Irlanda, maggiormente essi crescono, i prezzi degli asset (come quelli delle case) aumentano, vengono percepiti ancora più performanti da parte dei paesi centrali che, di conseguenza, continuano a investirci. Inoltre, governi come quello portoghese e soprattutto quello greco approfittano dei tassi favorevoli per indebitarsi a costo minimo, aumentando il rapporto debito/PIL e senza riguardo per il Patto di Stabilità e Crescita.

La situazione venutasi a creare ha un nome: “squilibri nella bilancia dei pagamenti (BOP)”. Essa inizialmente si manifesta come un boom, poi come una bolla e poi come una crisi della stessa. La crisi del debito sovrano del 2010 nasce come crisi nella bilancia dei pagamenti. La figura sottostante mostra la BOP dei diversi paesi tra il 2003 e il 2009, in percentuale del PIL.



Bilancia dei pagamenti nei paesi dell'unione monetaria (“Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis”; J. Frieden, S. Walter; 2017)

I paesi dell'Eurozona erano consapevoli della situazione della bilancia dei pagamenti, ma nessuno di essi si è incaricato di modificarla. Non c'è stato interesse da parte dei paesi del centro Europa ad applicare una politica fiscale espansiva, né da parte di quelli della periferia ad

applicarne una restrittiva. Il fatto che i paesi fossero ignoranti della rilevanza della problematica non è pensabile, in quanto crisi del debito pubblico derivanti da squilibri nella BOP si sono susseguite già a partire dal 1800, l'unica differenza con quelle precedenti sta nell'impossibilità di utilizzare la politica monetaria in maniera autonoma per reagire. I governi ne erano consapevoli, ma si è assistito ad una non cooperazione e pigrizia da parte dei membri sul piano fiscale, in quanto la situazione venutasi a creare era vantaggiosa sia per i creditori che per i debitori. Usando altri termini, in quegli anni si era di fronte ad una "mancanza di fatto di meccanismi di controllo" sulla stabilità dell'Eurozona e, indirettamente, del debito pubblico. La mancanza, come intuibile, era solo di fatto, poiché a livello teorico controlli e sanzioni erano previste. Probabilmente, governi e EU non si aspettavano che si sarebbe potuta verificare una crisi finanziaria da un momento all'altro. Si torna sempre al medesimo concetto: quando si ha a che fare con la stabilità finanziaria di uno Stato, e ancor di più di un'unione monetaria, la moderazione e il controllo sono fondamentali; non si può semplicemente sperare che le cose vadano per il meglio, ma è necessario assicurarsi che il "sistema" funzioni anche di fronte a shock economici. Anticipare è necessario.

Un ulteriore fattore permetteva il flusso di capitali tra stati: le aspettative di salvataggio. Infatti, nonostante quello che dicesse l'EU, gli investitori privati sapevano che, se uno stato membro si fosse trovato in difficoltà, sarebbero arrivati aiuti da parte della Bce. Questo perché Bce e governi non possono rischiare che una crisi che si verifica in un paese passi ad un altro e poi all'Eurozona intera, mettendo a repentaglio l'unione monetaria: gli investitori potevano dunque continuare con il loro gioco.

Se la mancanza di controlli è il vero problema dell'Eurozona dell'epoca, è altrettanto vero che per i primi anni la crisi della bilancia dei pagamenti riguarda i privati e non gli Stati. Il passaggio ad una crisi del debito sovrano si sviluppa a partire dal 2007, con la caduta di Lehman-Brothers e la crisi finanziaria. Con essa l'economia attraversa una fase di forte recessione, cadono i prezzi degli asset, i flussi di capitali tra i paesi europei cessa, e i paesi della periferia sono alle prese con enormi debiti. Ad aggravare la situazione ci pensa la Grecia, che nel 2009 ammette di aver mentito per anni sui propri bilanci, presentando un debito sovrano maggiore di quello precedentemente dichiarato. Se quella della era effettivamente una crisi del debito sovrano, quella degli altri paesi, come già detto, lo diventa: i governi dei paesi debitori, terrorizzati dalla possibile illiquidità e insolvenza delle banche e dagli effetti negativi sull'economia reale decidono di accollarsi i debiti delle stesse. Ciò allenta la pressione sulle banche, ma aumenta enormemente il rischio dei titoli di stato. Il debito aumenta, i tassi d'interesse aumentano anche per speculazione. Ora sono i governi dell'Eurozona ad essere indebitati tra loro. Per cinque

paesi, i cosiddetti Gipsi (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia), il rischio di un default non è più uno scenario remoto, ma una realistica possibilità.

Con la crisi del debito che avanza, l'Eurozona deve decidere come farvi fronte: gli stati debitori non solo devono ripagare il debito accumulato, ma anche invertire il segno del conto corrente della propria bilancia dei pagamenti (una bilancia in deficit significa importare più beni e capitali di quanti se ne esportano, indebitandosi verso l'estero). Le principali soluzioni, con i loro effetti sono presentati nella tabella sottostante.

|                                    | Aggiustamento esterno             | Aggiudtamento interno  | Finanziamento   |
|------------------------------------|-----------------------------------|--|---|
| <b>Paesi debitori</b>              | Svalutazione del tasso di cambio  | Austerità e riforme strutturali  | Coprire il deficit attraverso il finanziamento esterno                                |
| <b>Paesi creditori</b>             | Apprezzamento del tasso di cambio | Inflazione e riforme che puntino a stimolare la domanda per i beni interni | Fornire finanziamenti per i paesi in deficit con problemi di BOP                      |
| <b>Implicazioni per l'Eurozona</b> | Rottura                           | Convergenza tra paesi debitori e creditori                                 | Strutture di finanziamento permanenti (ad es. federalismo, stabilizzatori automatici) |

Metodologie di soluzione a crisi della BOP ("Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis"; J. Frieden, S. Walter; 2017)

Come si evince, l'aggiustamento esterno (i prodotti dei paesi debitori diventano più competitivi, riducendo le importazioni e stimolando le esportazioni), spesso utilizzato nelle crisi BDP, non può essere utilizzata in un'unione monetaria, pena la creazione di una o più monete parallele che di fatto chiuderebbero l'esperienza dell'unica moneta.

A questo punto le opzioni, tralasciando quella di stop all'esperienza Euro, rimangono l'aggiustamento interno e il finanziamento. L'EU ha deciso di intervenire seguendo un mix tra questi due opzioni per affrontare la crisi. I principali meccanismi sono l'istituzione dell'ESM e l'integrazione e rafforzamento del Patto di Stabilità e Crescita.

L'European Stability Mechanism (ESM) viene istituito nel 2012 e la sua funzione principale è quella di aiutare i paesi dell'Eurozona ad uscire da situazioni di crisi (qualsiasi crisi presente e futura, non sono quella dei primi anni '10) attraverso l'erogazione di prestiti. Oltre a ciò, può svolgere anche le seguenti funzioni:

- Fornire assistenza finanziaria precauzionale
- Acquistare titoli dei propri stati membri beneficiari sul mercato primario e secondario
- Finanziare la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie ricorrendo a prestiti a governi

- Ricapitalizzare direttamente le banche a determinate condizioni

È stato costituito con un capitale di 700 miliardi con capacità di prestito fino a 500 miliardi. La caratteristica fondamentale del MES è che può essere attivato solo se lo Stato aderisce a tutta una serie di condizioni. In cosa consistono queste condizioni? Esse vengono negoziate tra lo Stato membro interessato e la Commissione Europea (assieme alla EBC e se possibile anche con l'IMF), e sono incentrate su quattro pilastri:

- ripristino della sostenibilità fiscale
- salvaguardia della stabilità finanziaria
- crescita, competitività e investimenti
- uno Stato e una pubblica amministrazione moderni

Tali misure, ovviamente, sono tese a ripristinare una crescita sostenibile del paese interessato. Soprattutto per quanto concerne i primi due pilastri, essi mirano alla creazione di avanzi primari e alla riduzione del debito pubblico, ottenuti attraverso una stretta austerità. Le condizioni sono definite in un memorandum d'intesa, firmato da Commissione e Stato (al ESM non resta che la decisione formale).

L'assistenza finanziaria viene erogata in rate separate, che possono essere ulteriormente divise in pagamenti minori, ciascuno dei quali è subordinato al raggiungimento di specifiche prerogative espresse nel memorandum d'intesa.

I progressi riguardanti le condizioni sottoscritte da parte dello Stato viene effettuato a intervalli regolari da parte di funzionari di ECB e Commissione Europea (in queste circostanze vengono svolti anche aggiornamenti riguardanti la situazione macroeconomica del paese, l'adeguatezza delle necessità finanziarie e la sostenibilità del debito). Vengono effettuati anche controlli post-programma, finalizzati a valutare la sostenibilità delle scelte politiche effettuate e il rischio di credito del paese.

Come già detto, esso è permanente: questo perché va a sostituire altri meccanismi precedentemente implementati con riguardo al solo superamento della crisi del debito in questione. Essi sono:

- MECCANISMO DI PRESTITO ALLA GRECIA: istituito nel maggio del 2010 appositamente per la Grecia, ha fornito ad essa prestiti bilaterali da parte di Stati membri dell'Eurozona
- MECCANISMO EUROPEO DI STABILIZZAZIONE FINANZIARIA (MESF): istituito nel 2010, è stato attivato per l'Irlanda nel dicembre 2010, per il Portogallo

nel maggio 2011 (per i due Stati membri la corresponsione del prestito è stata completata nel 2014) e per la Grecia nel luglio 2015 per fornire un prestito ponte (rimborsato a seguito di un accordo sull'assistenza finanziaria del MES per la Grecia nell'agosto 2015). È stato coperto dal bilancio dell'UE entro i limiti delle sue risorse proprie. I prestiti erogati agli Stati sono finanziati dall'assunzione di prestiti sui mercati finanziari da parte della Commissione, sulla base di una garanzia implicita dal bilancio dell'UE.

- FONDO EUROPEO DI STABILITÀ (FESF): giuridicamente si tratta di una società privata (con sede legale a Bruxelles) istituita nel giugno 2010 dagli Stati membri della zona euro. È stato attivato per l'Irlanda nel dicembre 2010, per il Portogallo nel maggio 2011 e per la Grecia nel marzo 2012. L'ESM giuridicamente va a sostituirsi a questo specifico meccanismo di aiuti.

Per concludere sul MES, per quanto concerne la funzione di “Acquisto titoli dei propri stati membri beneficiari sul mercato primario e secondario”, essa è riconducibile al famoso meccanismo di Outright Monetary Transactions. Tale meccanismo viene istituito nel 2012 dall'allora presidente della ECB Mario Draghi con la celebre frase «Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough». L'OMT permette alla ECB di comprare le obbligazioni sovrane di uno Stato membro in difficoltà, a condizione che il paese firmi un memorandum d'intesa con il proprio con l'EMS, subordinando indirettamente il sostegno finanziario a condizioni rigorose. Esso non è mai stato utilizzato concretamente, ma è stato comunque di notevole importanza: infatti la storica frase di Draghi, unita alla sola istituzione di questo meccanismo, hanno comportato un generale ottimismo riguardo il debito dei paesi Gipsi da parte dei mercati finanziati, generando una riduzione dei tassi d'interesse sui titoli di Stato. Questo è un chiaro esempio della rilevanza delle aspettative nella dinamica di mercato e del debito pubblico, come già evidenziato nel precedente capitolo.

L'altra grande misura presa, per evitare il ripetersi di una crisi del debito sovrano, riguarda il potenziamento della legislazione secondaria dell'UEM. Come espresso da Roberto Bin e Giovanni Pitruzzella (2022), viene istituito il semestre europeo, che rafforza il patto di stabilità e crescita, introduce la procedura per gli squilibri macroeconomici e mira a rafforzare ulteriormente il coordinamento delle politiche economiche. Il miglioramento del quadro di governance economica viene integrato da trattati intergovernativi, come il trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria ("patto di bilancio")

e il patto euro plus. Ciò è stato sottoscritto da tutti i paesi dell'Eurozona. Il calendario del semestre europeo è il seguente:

- 1) nel mese di gennaio, la Commissione elabora l'analisi annuale sulla crescita in cui indica le prospettive macroeconomiche e formula le proposte strategiche per l'economia europea.
- 2) nel mese di marzo, la Commissione predispose un rapporto sulla base del quale il Consiglio europeo indica i principali obiettivi di politica economica per l'UE e per l'area Euro e le possibili strategie di riforma per conseguire tali obiettivi (linee guida).
- 3) nel mese di aprile gli Stati membri, tenuto conto delle suddette indicazioni, comunicano alla Commissione i propri obiettivi di medio termine e le principali azioni di riforma che intendono adottare e che sono contenuti nei Programmi di stabilità e nei Programmi nazionali di riforma.
- 4) nei mesi di giugno e luglio il Consiglio europeo e il Consiglio dei ministri finanziari, sulla base della valutazione dei programmi di stabilità, forniscono indicazioni specifiche per ciascun paese. Il Consiglio può invitare uno Stato membro a rivedere il programma presentato.
- 5) ad ottobre ciascun paese dell'area Euro invia alle istituzioni europee un Documento Programmatico di Bilancio (DPB), che contiene l'aggiornamento delle stime indicate nel precedente Programma di stabilità, nonché i provvedimenti della manovra di finanza pubblica che il Governo intende adottare.
- 6) entro fine novembre la Commissione europea adotta e presenta all'Eurogruppo un parere sul DPB, in cui è valutata la conformità dei Programmi di bilancio alle raccomandazioni formulate nell'ambito del semestre europeo. Allo Stato può essere chiesto di rivedere il proprio DPB sulla base delle osservazioni formulate in sede europea.

Ad integrare ancora il Patto di Stabilità e Crescita è stata introdotto un nuovo meccanismo di “sorveglianza macroeconomica e finanziaria” con il “Six Pack” (ossia con un insieme di sei regolamenti comunitari) e con il “Two Pack” (formato da altri due regolamenti). In estrema sintesi essi fungono da controllo sui dati macroeconomici di ciascun paese (debito esterno, saldo corrente ecc.) per cui se la Commissione ritiene che vi siano degli squilibri può chiedere allo Stato di adottare misure di politica economica dirette alla loro eliminazione. In altre parole, questi tipi di controlli analizzano dati non direttamente collegati alle finanze dello stato, ma in grado di influenzarne l'andamento.

Infine, sempre facendo riferimento a Roberto Bin e Giovanni Pitruzzella (2022), l'ultimo meccanismo che è necessario citare è “Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance dell'EU” la cui parte fondamentale è il Fiscal Compact. Si tratta di un vero e proprio

trattato internazionale stipulato al di fuori dei Trattati su cui si fonda l'EU. Si caratterizza soprattutto per l'introduzione di due regole: l'introduzione del pareggio di bilancio, o più precisamente del divieto per il deficit strutturale di superare lo 0,5% del PIL e l'individuazione di un percorso di riduzione del debito pubblico, in rapporto al PIL (riduzione che per l'Italia equivale a alcune decine di miliardi di euro per ogni anno).

Semestre Europeo, Two Pack, Six Pack e Fiscal Compact rappresentano sì integrazioni giuridiche all'Eurozona, ma la loro principale differenza rispetto al Patto di Stabilità e Crescita precedentemente utilizzato è che essi vengono e verranno considerati in maniera molto più fiscale, in modo da limitare effettivamente problemi finanziari agli Stati.

Prima di passare alla valutazione di questi meccanismi, bisogna dare uno sguardo più concreto alle condizioni a cui la Grecia ha deciso di sottoporsi per ottenere gli aiuti finanziari dell'ESM. Come già scritto, esse mirano soprattutto al rientro dello Stato interessato in un percorso virtuoso di sostenibilità delle finanze pubbliche, attraverso un piano di stretta austerità. Prendendo in esame il caso greco, e in particolare il primo Memorandum d'Intesa (2015) il pilastro relativo al ripristino della sostenibilità fiscale occupa ben 15 pagine delle 32 totali, a dimostrazione della sua importanza. Si riportano le parti salienti del documento, tradotte letteralmente dall'inglese:

- Il seguente virgolettato esprime l'obiettivo che la Grecia deve raggiungere: “Le autorità greche si impegnano a garantire finanze pubbliche sostenibili e ottenere risultati considerevoli e avanzi primari sostenibili nel medio termine che ridurranno il debito alla produzione rapporto costantemente. Le autorità perseguiranno pertanto un nuovo percorso fiscale basato su obiettivi di avanzo primario di  $-\frac{1}{4}$ , 0,5,  $1\frac{3}{4}$  e 3,5 percento del PIL nel 2015, 2016, 2017 e 2018” (Memorandum d'Intesa, pagina 6).
- Vengono poi citate le tipologie di riforme strutturali già intraprese: “Il governo ha recentemente adottato una riforma dell'IVA e una prima fase della riforma dei sistemi pensionistici; ha aumentato l'aliquota dell'imposta sulle società; esteso l'attuazione dell'imposta sul lusso; prese misure per aumentare l'anticipazione IRPEF nel 2015 e richiedere il 100% di pagamenti anticipati in maniera graduale per società di persone ecc. e il reddito d'impresa individuale fiscale entro il 2017; e ha aumentato il contributo di solidarietà.” (Memorandum d'Intesa, pagina 6).
- Ecco le altre misure che il governo greco dovrà adottare al fine di raggiungere l'obiettivo previsto al primo punto: “a) una seconda fase delle riforme pensionistiche; b) una riforma del TUIR; c) eliminazione graduale del trattamento fiscale agevolato degli agricoltori nel codice delle imposte sui redditi, con aliquote fissate al 20% nell'esercizio 2016 e al 26% nell'esercizio 2017. Nel frattempo una strategia per l'agricoltura è in fase



di sviluppo; d) una tassa sulla pubblicità televisiva; e) l'annuncio di una gara pubblica internazionale per l'acquisizione di licenze televisive e relative utenze e canoni delle relative frequenze; f) l'estensione della tassazione dei ricavi lordi di gioco (GGR) di 30% sugli VLT previsti in installazione nella seconda metà del 2015 e 2016; g) un aumento dell'aliquota d'imposta sui redditi da locazione per redditi annui inferiori a 12.000 euro al 15% (dall'11%) e per redditi annui superiori a 12.000 euro al 35% (dal 33%); h) eliminazione graduale dell'imposta speciale sui trattamenti del settore marittimo; i) prorogare il contributo volontario temporaneo della comunità marittima fino al 2018; j) ridurre definitivamente il massimale di spesa per le spese militari di 100 milioni di euro nel 2015 e di 400 milioni di euro nel 2016 con una serie mirata di azioni, inclusa una riduzione dell'organico e degli acquisti; k) dimezzarsi delle spese per sovvenzioni al gasolio da riscaldamento nel bilancio 2016.” (Memorandum d’Intesa, pagina 7). Inoltre, sono previste riforme del settore amministrativo statale e del sistema sanitario.

A questo punto è possibile valutare i meccanismi implementati dall’Eurozona per superare la crisi (che si può considerare conclusa nell’agosto del 2022, quando la Grecia è uscita dal regime di sorveglianza forzata UE a cui era sottoposta dal 2010). Il principio di base è semplice: di fronte alla possibile caduta dell’euro l’Eurozona non poteva starsene senza far nulla (proprio come prevedevano gli investitori), allo stesso tempo però non poteva fare in modo di erogare aiuti senza ottenere qualcosa in cambio. Doveva dunque assicurarsi contemporaneamente il salvataggio dei paesi Gipsi, un nuovo regime di sostenibilità finanziaria e scongiurare nuove possibili crisi della bilancia dei pagamenti. Gli aiuti sono stati dati sotto forma di prestiti (non trasferimenti), la sostenibilità finanziaria attraverso le condizioni implementate dall’ESM, la futura sostenibilità attraverso il Fiscal Compact. L’Eurozona è riuscita a implementare, durante il momento di crisi, meccanismi e regole che mancavano al momento della sua istituzione e che hanno comportato la crisi stessa.

Se effettivamente nel breve periodo i meccanismi implementati hanno evitato il crollo dell’euro e nel medio-lungo riportato alla sostenibilità i paesi più indebitati, non mancano critiche ai meccanismi stessi. L’assenza di trasferimenti puri, in favore dei prestiti e la presenza di un’austerità stringente hanno generato profonde problematiche nei paesi debitori: i tagli alle spese e l’aumento delle tasse ha provocato un’enorme perdita nel benessere sociale, una repentina caduta del PIL e del tasso di occupazione. Gli indici di gradimento dell’euro all’epoca stavano ai minimi storici, numerosi partiti anti-Euro e anti-Europa si sono sviluppati o hanno incrementato i loro consensi: effettivamente, il ceto sociale medio e medio-basso (che ha

assorbito maggiormente le conseguenze dell'austerità) ha trovato, anche senza conoscere tutte le dinamiche della crisi, nell'Europa e nell'Euro i colpevoli dei loro nuovi disagi. Il ragionamento della popolazione era semplice e riassumibile in questa maniera: l'Europa decide per i singoli Stati, obbliga i governi ad aumentare le tasse, a consegnare allo stato parte dei risparmi di una vita, e i cittadini sono impotenti, la loro parola non conta. Tralasciando qualsiasi, quasi impossibile, valutazione su meccanismi alternativi che si sarebbero potuti utilizzare per superare la crisi, il ragionamento della popolazione è purtroppo corretto. A pagare per una crisi nata per volontà di investimenti privati e bancari intra-euro e per mancanze di controllo di EU e governi degli Stati è stata la popolazione.

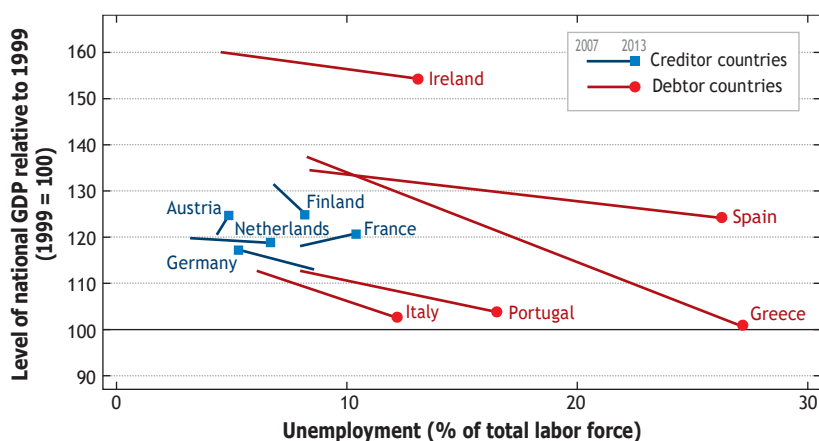
Se già questo basterebbe per far notare quanto sia stato costoso il recupero dalla crisi, esaminando gli effetti tra paesi debitori e creditori, si evincono ulteriori criticità. Come riportato sempre da J. Frieden e S. Walter (2017), se si analizzano le crisi del debito precedenti si scopre che si assiste sempre ad un compromesso tra creditori e debitori: ossia ad una ristrutturazione del debito. Questo avviene perché tutte e due le parti hanno un forte potere contrattuale nei confronti dell'altra: sostanzialmente i creditori minacciano l'esclusione al credito e i debitori lo stop ai pagamenti. Nella crisi del 2010 invece non si è assistito ad alcuna ristrutturazione e nemmeno c'è stata una manifestazione di insistenza da parte dei paesi debitori per ottenerla. Ciò sembrerebbe inspiegabile, se non si considerassero le seguenti motivazioni:

- Possibile esclusione dai mercati finanziari dei paesi debitori.
- Possibile espulsione dalla zona euro dei paesi debitori.
- Effetto negativo sui mercati commerciali: si temeva che una riduzione del debito da pagare avrebbe comportato una perdita di credibilità dei paesi debitori nei confronti degli altri paesi dell'Eurozona e del resto del mondo, compromettendo in maniera estremamente costosa i rapporti commerciali.
- Influenza dei paesi creditori nei confronti del Fondo Monetario Internazionale. I paesi creditori hanno utilizzato il proprio potere contrattuale per forzare il FMI ad ignorare le proprie regole, che avrebbero comportato una sostanziale ristrutturazione del debito. Ciò è stato espresso dallo stesso FMI, attraverso il proprio "Ufficio di Valutazione Indipendente" (IEO) nel 2016.
- Convincimento dell'opinione pubblica della sola responsabilità dei paesi debitori riguardo la crisi.

L'assenza di ristrutturazione del debito aumenta le criticità sui meccanismi di risoluzione della crisi: di certo i paesi creditori non sono i principali colpevoli della crisi, ma comunque centrali al fenomeno creatosi. Senza i loro investimenti, la crisi non si sarebbe sviluppata, o almeno non

con quelle dimensioni. Sarebbe stato coerente, da parte dell'EU, intraprendere dunque provvedimenti anche nei loro confronti, proprio attraverso uno sconto nelle somme a loro dovute. Dato che così non è stato, si è assistito a una forte disparità di trattamento tra i paesi dell'Eurozona. Anch'essa è stata centrale nello sviluppo di partiti anti-Europa: nella mente di molte persone cominciava a circolare l'idea, non del tutto erronea, che le decisioni dell'UE e più nello specifico di Commissione Europea e ECB coincidessero con le volontà dei paesi più influenti, ossia quelli creditori, con a capo la Germania. Questa tesi è ulteriormente rafforzata guardando ai risultati dell'indagine dell'“Ufficio di Valutazione Indipendente” del FMI sopra citata.

Se sulle motivazioni che hanno portato ad una profonda disparità di trattamento non ci sono certezze, gli effetti derivanti da essa sono semplici da analizzare. Essi vengono rappresentati nel grafico sottostante.



Andamento della produzione e del tasso di disoccupazione tra paesi debitori e creditori (“Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis”; J. Frieden, S. Walter; 2017)

I paesi debitori, come già scritto e ampiamente intuibile, hanno sviluppato ingenti contrazioni nella produzione (tornata per Italia, Portogallo e Grecia addirittura al valore del 1999) e del tasso di occupazione. I paesi creditori, invece, non hanno assistito a importanti squilibri macroeconomici (da notare la Germania che nel periodo tra il 2007 e il 2013 è riuscita ad aumentare sia il PIL, sia il tasso d'occupazione).

Riassumendo, la crisi del debito sovrano dei primi anni '10 nasce come una crisi BOP, si evolve in una vera crisi del debito per la Grecia, e in una crisi dettata da speculazioni degli investitori negli altri paesi Gipsi. L'Europa, per salvare l'euro, deve implementare meccanismi straordinari che permettano in breve tempo un riequilibrio delle finanze degli Stati. Tali meccanismi compensano la mancanza di controlli adeguati, puntuali e severi degli anni precedenti e rafforzano la governance economica europea. L'Eurozona ha provato sulla propria pelle che

una politica monetaria comune non può funzionare senza una decisa convergenza a livello di politiche fiscali. Il costo del ritorno alla sostenibilità viene sopportato praticamente solo dai paesi debitori (più nello specifico dai loro cittadini) e può essere riassunto da una semplice misura: austerità. Essa è fortemente basata sull'aumento delle tasse, motivo per cui PIL e tasso di occupazione calano. Le misure implementate ad ogni modo riescono ad evitare il default della zona Euro, e gettano le basi per una ancor maggiore integrazione europea, chiamata "Next Generation UE".

### 2.3 CRISI PANDEMICA E NEXT GENERATION EU

Questo capitolo mira a descrivere e valutare la più recente serie di meccanismi utilizzati dall'EU per affrontare la crisi pandemica del 2020.

La pandemia, come mostrato nel precedente capitolo ha innalzato il debito pubblico praticamente di tutti gli Stati del pianeta. Ha generato profonde discussioni in merito alla sostenibilità del debito di diversi paesi, tra i quali spiccano gli Stati Uniti, citati, ancora una volta, nel precedente capitolo.

Entrando nello specifico dell'EU e dell'Eurozona, i meccanismi e gli strumenti messi in atto sono i seguenti e vengono ripresi dal lavoro, ancora una volta, di Roberto Bin e Giovanni Pitruzzella (2022):

- **APPLICAZIONE DELLA "GENERAL SPACE CLAUSE"**: tale clausola del patto di Stabilità e Crescita, ha permesso la sospensione del Patto e i vincoli alle politiche fiscali degli Stati, consentendo inoltre l'erogazione di finanziamenti alle imprese (sospendendo temporaneamente anche le regole sugli aiuti di Stato, sostituite con una disciplina transitoria).
- **PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME (PEPP)**: esso è una politica della ECB non convenzionale. Consiste nell'acquisizione del debito emesso dagli Stati, fornendo a questi ultimi le risorse necessarie alla spesa sanitaria.
- **SUPPORT TO MITIGATE UNEMPLOYMENT RISKS IN AN EMERGENCY (SURE)**: si tratta di uno strumento temporaneo di assicurazione contro la disoccupazione e consiste nell'erogazione di prestiti, finanziati dall'EU con proprio debito.

- NEXT GENERATION EU (NGEU): è la principale risposta alla pandemia. Con questo strumento si mettono a disposizione dei singoli Stati membri un ingente quantitativo di risorse finanziarie (750 miliardi di euro) sotto forma di:
  - o Sovvenzioni: per un valore di 390 miliardi
  - o Prestiti a tassi estremamente convenienti: per un valore di 360 miliardi

La gran parte di queste risorse sono previste in un fondo di nuova istituzione (il “Recovery and Resilience Facility”, RRF, dotato di 672,5 miliardi di euro), mentre altri gravano su altri programmi presenti nel bilancio pluriennale dell'EU (il “Quadro finanziario pluriennale”). La durata del NGEU va dal 2021 al 2026 (più precisamente gli impegni giuridici devono essere contratti entro il 31 dicembre 2023 e i pagamenti effettuati entro il 31 dicembre 2026).

Il sistema di raccolta dei fondi prevede l'emissione da parte dell'EU di propri titoli di debito pubblico, cioè l'EU va a finanziarsi sui mercati finanziari internazionali: essa riesce ad ottenere debito a condizioni estremamente vantaggiose, in quanto i dubbi sulla sua solvibilità sono pressoché pari a zero. Le risorse finanziarie ottenute vengono poi erogate agli Stati, in parte come prestiti, in parte come semplici trasferimenti.

La condizione per accedere a queste ingenti risorse è la sottoscrizione da parte dello Stato di un PNRR (Piano Nazionale per la Ripresa e la Resilienza) che indica gli investimenti e le riforme da attuare secondo uno specifico cronoprogramma. Vengono decisi investimenti e riforme ritenute necessarie per assicurare la resilienza (cioè la capacità di affrontare le crisi e di superarle) economica e sociale dello Stato membro, la creazione di posti di lavoro e il rafforzamento del suo potenziale di crescita. Il Piano di ciascun Paese (presentato entro il 30 aprile 2021) è valutato dalla Commissione alla luce di tali obiettivi e delle raccomandazioni specifiche per ciascun paese adottate nell'ambito del semestre europeo. Inoltre, anche l'effettivo contributo alla transizione verde e digitale costituisce una condizione per ottenere una valutazione positiva. A questo riguardo è precisato che una quota importante delle risorse ricevute sia destinata proprio a tale fine (almeno il 37%) e a quello digitale (almeno il 20%). Nell'elaborazione del Piano, inoltre, gli Stati hanno dovuto seguire delle linee guida elaborate dalla Commissione. La valutazione finale della Commissione deve poi essere approvata dal Consiglio, a maggioranza qualificata, su proposta della stessa Commissione. L'erogazione dei finanziamenti avviene secondo precise scadenze ed è subordinata all'adempimento delle obbligazioni assunte da parte dello Stato. Qualora uno o più Stati membri ritengano sussistenti gravi scostamenti dal soddisfacente conseguimento dei pertinenti target intermedi e finali, essi possono chiedere al Presidente del Consiglio

europeo di rinviare la questione al successivo Consiglio europeo (il cosiddetto “freno di emergenza”).

La condizionalità dietro l’attuazione del PNRR non è finalizzata tanto a riportare in breve tempo la sostenibilità delle finanze pubbliche (come era invece quella dell’ESM), quanto invece a garantire una ripresa virtuosa dalla pandemia.

Un fondamentale aspetto riguardante il NGEU riguarda poi la modalità con cui l’EU andrà a ripagare i propri debiti. I prestiti offerti agli Stati verranno ripagati, secondo un calendario, in modo da ridurre costantemente le passività entro il 31 dicembre 2058. Giuridicamente i debiti europei sono stati contratti dall’Unione nei confronti di investitori privati, non dai singoli Stati, ma la Commissione può chiedere contribuzioni aggiuntive ai propri membri qualora gli attivi di bilancio dovessero risultare insufficienti. Inoltre, questo meccanismo può essere identificato alla stregua di una forma di “solidarietà finanziaria”, poiché il debito europeo creato serve a sostenere i membri secondo i loro differenti bisogni e per quanto riguarda il rimborso dello stesso, i membri potranno essere chiamati a versare dei contributi aggiuntivi indipendentemente da quante risorse essi hanno ricevuto.

La presenza di meccanismi di questo tipo ha permesso che i tassi d’interesse nei mercati finanziari non scoppiassero di fronte all’aumento del debito pubblico e dell’indebitamento dei paesi, almeno per gli anni della pandemia. Dunque, sebbene negli ultimi anni il debito pubblico dei paesi dell’Eurozona sia cresciuto di molto, gli strumenti messi in atto dall’EU si sono dimostrati adatti a recepire la crisi senza danneggiare le aspettative dei mercati.

Una valutazione più specifica deve essere però fatta per la NEXT GEN EU: l’innovativo meccanismo di raccolta fondi e ripagamento rappresentano, come dice il nome stesso, una fondamentale evoluzione dell’UE. Questo perché essa ha enormemente aumentato il bilancio dell’EU (fino a prima rappresentato dalle sole entrate legate a dazi doganali, una percentuale dell’Iva e contributi dei singoli Stati in base al loro reddito nazionale), ma soprattutto perché, qualora dovesse stabilizzarsi e diventare uno strumento “convenzionale” si avrebbero conseguenze di grande rilevanza tra EU e Stati membri: l’Unione di fatto acquisirebbe una vera “capacità fiscale” (alimentata dalle proprie tasse e da titoli di debito europeo). L’acquisita capacità fiscale garantirebbe la possibilità di finanziare specifici obiettivi e soprattutto la possibilità di destinare in modo selettivo risorse a singoli Stati membri in situazione di crisi (quale una nuova crisi del debito) o in generale colpiti da shock asimmetrici.

La NEXT GEN EU, sempre se dovesse diventare un meccanismo “convenzionale” aprirebbe, a mio avviso, a tutta una serie di benefici, ma anche a qualche possibile problema. Per quanto

riguarda i benefici, essa indiscutibilmente garantirebbe un'ulteriore sicurezza per la stabilità dell'euro, permetterebbe un coordinamento più funzionale tra politica monetaria e fiscale all'interno dell'Eurozona, aumenterebbe le possibilità di sviluppo infrastrutturale, sociale, economico dell'Eurozona e, permetterebbe una più rapida soluzione a crisi del debito in unione con l'ESM. Per quanto riguarda le problematiche, essendo un meccanismo di nuova istituzione, esse non sono certe e inevitabili, ma comunque economicamente plausibili. Ecco:

- **SOLIDARIETÀ FINANZIARIA:** essa è forse la più innovativa delle caratteristiche della NEXT GEN EU, ma allo stesso tempo fonte di grande incertezza. Il fatto che, ad oggi, gli Stati non sappiano effettivamente quanto dovranno rimborsare e se lo dovranno fare anche per altri membri potrebbe comportare ampi malcontenti nei cittadini dei paesi chiamati a pagare di più in futuro. La solidarietà di per sé rappresenta la più totale contrapposizione alla differenza di trattamento tra paesi debitori e creditori durante la crisi del debito sovrano dei primi anni '10, ma in pratica rimanda al futuro tutta una serie di decisioni su chi effettivamente dovrà pagare di più e in quale misura, lasciando aperta la possibilità di influenze di determinati paesi sull'EU al fine di sopportare minori costi (come già avvenuto in passato). Questa questione è molto delicata, coerenza e trasparenza saranno fondamentali se non si vorrà incappare in una nuova sfiducia delle popolazioni verso l'EU e chi decide per essa.
- **TASSI D'INTERESSE E ENTITÀ DEL DEBITO:** il meccanismo con cui l'EU vuole finanziarsi è molto simile a quello del debt revenue presentato nel precedente capitolo. Di conseguenza, le criticità del debt revenue possono riguardare anche il meccanismo in questione, tra cui la difficoltà di prevedere i tassi d'interesse futuri e l'effetto speculativo sui tassi d'interesse da parte degli investitori. A questi si possono poi aggiungere altri timori, tra cui il possibile aumento della mole di titoli europei emessi: proprio per la difficoltà di valutare i tassi d'interesse futuri, l'EU potrebbe decidere di raggiungere un livello del proprio debito troppo elevato, rischiando di non avere le risorse per ripagarlo. Se l'entità del debito divenisse troppo alta, a rimetterci sarebbero ancora una volta i governi dei singoli Stati, aprendo a scenari di nuove crisi del debito, questa volta generate dal debito giuridicamente di proprietà EU. Tale scenario comporterebbe conseguenze probabilmente mai viste e di difficile valutazione. Dunque, che il debito sia di proprietà dell'EU o dei singoli stati poco cambia: è necessaria sempre moderazione e un attento sguardo alla sostenibilità, altrimenti a rimetterci, come di consueto nelle crisi del debito, saranno i cittadini.

A mio avviso i meccanismi introdotti dall'EU al fine di mantenere sostenibile in debito durante non sono altro che la manifestazione di un percorso fatto di errori, lezioni imparate e soluzioni implementate durato venticinque anni. La creazione di un'unione monetaria si è rivelata estremamente difficile e costosa. La mancanza di una perfetta convergenza iniziale ha aiutato l'esplosione della crisi del debito sovrano dei primi anni 10' e quasi fatto crollare la zona Euro stessa: questo errore ha però permesso di imparare un'importante lezione sul coordinamento delle politiche fiscali e ha permesso una prima valutazione di una più profonda integrazione europea. La pandemia per certi versi è stata una seconda chance per l'EU: quest'ultima doveva risolvere una nuova crisi, portando con sé l'esperienza di quella precedente. Si sono istituiti strumenti idonei a favorire la solidarietà tra paesi, il rilancio dell'economia (estremamente difficile nella precedente crisi) e piani per creare una nuova capacità fiscale europea. Ad oggi, sono dunque stati fatti passi avanti rispetto ai mancati controlli, alla disparità di trattamento tra paesi e alle stringenti politiche di austerità inflitte negli anni passati, ma le nuove caratteristiche di questi strumenti e soprattutto della NEXT GEN EU con la sua lunghezza temporale e difficoltà nel valutare i tassi futuri, devono far mantenere alta l'attenzione dell'EU e dei membri dell'Eurozona. L'unione monetaria è nata relativamente da poco e ogni sua innovazione apre a scenari precedentemente mai visti, moderazione e attenzione devono essere parte integrante di ogni mossa compiuta.



## PATTO DI STABILITÀ: LA NUOVA RIFORMA

### 3.1 L'ATTUALE TESTO DEL PATTO DI STABILITÀ

Quest'ultimo capitolo analizza il Patto di Stabilità e Crescita, nello specifico la sua ultima molto probabile riforma. Come già scritto, il Patto serve a disciplinare le politiche di bilancio e i criteri di convergenza dopo l'ammissione all'Eurozona. Dalla sua istituzione ad oggi sono stati effettuati numerosi cambiamenti ad esso, mantenendo però due principi alla base: rapporto debito/PIL sotto il 60% e deficit inferiori al 3%. Il mancato rispetto di tali principi genera l'attuazione di misure correttive che si dividono nel "braccio preventivo" (una serie di parametri da rispettare per far rientrare il debito in una traiettoria calante) e il "braccio correttivo" (che interviene nel caso in cui i parametri preventivi non vengano attuati correttamente).

Ad oggi, più nello specifico il braccio preventivo pone le sue basi sul cosiddetto Obiettivo di Medio Termine, il quale dovrebbe garantire la sostenibilità del debito attraverso un rigido programma che a sua volta si basa su deficit strutturale (cioè, al netto delle componenti cicliche dell'economia) e PIL potenziale (ossia il livello di produzione che un paese genererebbe in assenza di inefficienze nell'utilizzo delle risorse). In secondo luogo, il braccio preventivo pretende che la crescita della spesa strutturale non superi la crescita del PIL potenziale. Il braccio correttivo si basa invece sull'attuazione di multe o sanzioni.

Nel corso degli anni sono sorte forti e fondate criticità rispetto a tali due "bracci": in accordo con ciò che viene espresso da tutte le principali fonti di informazione e dall'EU stessa, i motivi risiedono nella non osservabilità dei parametri del braccio preventivo: ciò comporta un problema di trasparenza e credibilità, cosa che, come scritto molte volte nei capitoli precedenti, è fondamentale per mantenere stabili i rapporti tra stati all'interno di un'unione monetaria. Un'altra criticità riguarda inoltre l'approccio poco flessibile del Patto: ad esempio, con le regole attuali il braccio correttivo scatta nel caso in cui la differenza tra il livello di debito del paese e il limite del 60% non venga ridotta di almeno un ventesimo su base annua, indipendentemente dalle condizioni economiche del paese in questione. La Commissione ha riconosciuto, seppur parzialmente, le mancanze in queste regole. Per queste ragioni, sempre la Commissione, ha proposto una riforma del Patto nel 2022.

### 3.2 LA RIFORMA

Ora si andrà ad analizzare la riforma seguendo l'articolo scritto da "Tortuga" il 18 gennaio 2023: il braccio preventivo verrebbe sostituito da un approccio pluriennale più attento alle

esigenze dei singoli paesi e basato su analisi stocastica di sostenibilità del debito (Dsa). I requisiti originali del deficit al 3% e del debito al 60% del PIL rimarrebbero invariati, ma ai paesi che non rispettino quest'ultima soglia verrebbero richiesti piani di aggiustamento diversi.

La riforma seguirebbe un procedimento suddiviso in tre fasi:

- FASE 1: i paesi vengono suddivisi per diverse categorie di rischio (basso, medio, alto) sulla base di un'analisi di sostenibilità del debito. Ai paesi a medio e ad alto rischio la Commissione proporrebbe un piano di aggiustamento pluriennale basato sulla traiettoria della spesa primaria netta, senza considerare quindi le spese per gli interessi sul debito e quelle per stabilizzare l'economia (come i sussidi di disoccupazione in tempi di crisi). L'obiettivo è che in un massimo di quattro anni il debito torni in una traiettoria sostenibile ("on a plausibly and continuously declining path") per almeno i dieci anni successivi. La riforma dovrebbe considerarsi migliorativa e nel rispetto delle critiche mosse in quanto sostituisce il criterio dell'"Obiettivo di Medio Termine" (basato su dati non osservabili) con misure più trasparenti e misurabili. Oltre a ciò, le misure da implementare non sarebbero più immediate, ma di medio termine, in maniera da rendere più cauto l'aggiustamento. La proposta della Commissione tenta inoltre di essere molto più coinvolgente per i paesi rispetto all'attuale testo, in modo da responsabilizzarli.
- FASE 2: Una volta ricevuta la proposta da parte della Commissione, i paesi possono creare una controproposta. La controproposta consiste nella presentazione delle riforme che lo stato intenderebbe adottare al fine di ridurre il debito, in sostituzione di quelle presentate dalla Commissione (il tutto nella maniera più dettagliata possibile). Il paese proponente può inoltre richiedere un'estensione dei tempi per il raggiungimento degli obiettivi, fino a un massimo di tre anni.
- FASE 3: il Consiglio europeo, sentita la Commissione, decide se approvare o meno la controproposta dei paesi. Se non la approva, il testo presentato dalla Commissione diventa legge.

Anche per quanto riguarda le "correzioni" sono previsti cambiamenti: le sanzioni monetarie vengono abbassate e vengono introdotte sanzioni reputazionali (il ministro dell'economia del paese che non rispetti gli aggiustamenti potrebbe essere chiamato a dare spiegazioni di fronte al consiglio) e il potenziale blocco dei finanziamenti europei.

A seguito di diverse consultazioni tra Commissione e Stati membri, la bozza iniziale ha subito le seguenti modifiche, come scritto da Antonio Villafranca per l'ISPI (Istituto per gli studi di Politica Internazionale):

- Nessuna distinzione tra Stati ad alto, medio o basso rischio: in questo modo si eviterebbe un trattamento più rigido nei confronti dei paesi ad alto rischio. La concessione è stata integrata inizialmente per la Francia (paese ad alto rischio) e conseguentemente a tutti gli altri membri.
- Attivazione automatica della procedura di riduzione dello 0,5% del deficit all'anno per i paesi che violano a regola del 3%. Ciò indipendentemente dal livello della spesa primaria netta. Tale regola è stata voluta dalla Germania, da sempre (oltre che fortemente influente) contro a soluzioni quantitativamente non definite ex-ante.
- Mantenimento di una crescita della spesa strutturale al di sotto di quella del PIL potenziale (come prevedeva il braccio preventivo).

La riforma in sostanza è quella presentata, ora è necessario capire se effettivamente è positiva o meno.

### 3.3 CRITICHE ALLA RIFORMA

Nessuna riforma potrà mai considerarsi perfetta, specie quando si parla di debito pubblico e sostenibilità, ma ciò che deve essere valutato è se effettivamente rimedia alle precedenti critiche e problemi o se inavvertitamente ne crea di altre.

Riprendendo l'articolo del Tortuga (2023), la principale critica risiede nella troppa autonomia decisionale e potere dati alla Commissione: infatti, la traiettoria di riduzione del debito proposta dalla Commissione andrà a basarsi su previsioni macroeconomiche del tasso d'interesse e di quello di crescita svolte dalla Commissione stessa. Come ripetuto ormai troppe volte, non c'è alcuna certezza che le previsioni effettuate rappresentino la realtà futura: in altri termini, la commissione gode di ampia discrezionalità nella valutazione della sostenibilità di un debito, delle misure da applicare e non c'è alcuna garanzia che il piano sia sviluppato utilizzando dati credibili. Anzi, ciò che è certo è che, in questo procedimento, non manchino errori previsionali e decisioni prese a partire dall'interpretazione di dati. Se inoltre si considera che la Commissione dà al Consiglio un parere sulle controproposte, raccomanda le modifiche e segue i progressi, si può affermare che la Commissione è una sorta di giudice della sostenibilità degli Stati membri.

Questa critica può essere analizzata ancor di più in profondità. Il problema non è tanto nel grande potere dato alla Commissione, quanto nell'assenza di altre fonti di decisionalità. Anche se nessuna analisi, da chiunque svolta, potrebbe generale una perfetta previsione del futuro, di sicuro l'aggiunta di pareri, decisioni o integrazioni da parte di esperti indipendenti diversi dalla Commissione potrebbe essere positiva. Il procedimento potrebbe, a mio avviso, essere questo:

- Commissione ed altri gruppi di esperti potrebbero lavorare in parallelo a previsioni e valutazioni dei percorsi ottimali.
- Una volta ultimati i lavori di ogni gruppo, questi ultimi vengono presentati alla Commissione nella forma giuridica di pareri. La Commissione avrebbe poi la facoltà di decidere se modificare o meno il proprio programma per la riduzione del debito e, non meno importante, l'obbligo di pubblicare le motivazioni delle scelte
- Gli altri momenti del processo (controproposta degli Stati, successiva decisione del Consiglio europeo) potrebbero rimanere uguali.

Tra i gruppi di esperti, potrebbero essere inseriti anche gli enti nazionali indipendenti per la valutazione delle finanze pubbliche (in Italia è l'UPB, Ufficio Parlamentare di Bilancio) nati negli ultimi anni in molti membri dell'unione.

Un semplice procedimento di questo tipo potrebbe essere conveniente in quanto diverse opinioni e pareri ampliavano il bacino di informazioni per prendere una traiettoria pluriennale di riduzione del debito migliore e perché, attraverso l'obbligo di presa in considerazione e motivazione delle scelte, aumenterebbe la trasparenza delle decisioni prese dalla Commissione.

Le critiche non si fermano qui, ulteriori possono essere presentate facendo riferimento al pensiero di C. Wyplosz (2022). Tralasciando la già citata problematica legata alla veridicità e interpretabilità dei dati utilizzati dalla Commissione, le altre criticità restano:

- **ORIZZONTE TEMPORALE:** quattro anni di orizzonte è da considerarsi un miglioramento, ma secondo l'economista rimane comunque un tempo troppo breve e si tradurrà probabilmente nella richiesta agli Stati membri di tagliare la spesa nei momenti di rallentamento della crescita.
- **CONDIZIONI PER LA PROROGA A SETTE ANNI:** la possibilità da parte degli stati di richiedere un aumento delle tempistiche di tre anni, (fino a un massimo di sette totali) risolve in parte la criticità presentata al punto precedente, ma ne apre una nuova legata

alle condizioni da implementare per ottenere l'estensione temporale. Esse non sono di stampo fiscale, ma riguardano riforme dal lato dell'offerta e investimenti pubblici nella transizione green e digitale. La logica, presumibilmente, è che aumentare il lato dell'offerta dovrebbe aiutare a ridurre il rapporto debito/PIL. La criticità sta qui: se il Patto di Crescita e Stabilità in vent'anni non è riuscito a raggiungere con decisione l'obiettivo della stabilità del debito degli Stati, aggiungere una nuova missione difficilmente renderebbe più semplice il compito della Commissione.

- **CONSIGLI FISCALI NAZIONALI:** l'economista non si spiega come non vengano presi in considerazione in alcun modo i Consigli Fiscali Nazionali, istituiti negli ultimi anni da parte dei governi dei paesi membri, incaricati di monitorare i loro bilanci pubblici, dalla fase di preparazione alla realizzazione finale in maniera indipendente. Alcuni di essi si sono distinti per un ottimo lavoro, è quindi incomprensibile la scelta di non coinvolgerli nel procedimento EU di ridimensionamento del debito. Una possibile loro applicazione è quella già sopra presentata.
- **ILLUSORIETA' DELLE SANZIONI:** fin dall'inizio, l'applicazione è stato un grande problema del Patto. Come previsto in Eichengreen e Wyplosz (1998), citati sempre da C. Wyplosz (2022), il ricorso alle sanzioni finanziarie era e rimane illusorio perché, in fin dei conti, è improbabile che i governi si puniscano a vicenda. Nei due decenni trascorsi dall'entrata in vigore del patto, nessuna sanzione è mai stata imposta e tuttavia i debiti pubblici sono aumentati in modo massiccio in molti paesi. Sanzioni minori non sono la soluzione; una soluzione sarebbe ancora una volta affidarsi ai Consigli Nazionali Indipendenti.

A questo punto è più semplice dare un'interpretazione della nuova riforma: il punto vincente sta sicuramente nell'estensione temporale degli aggiustamenti. Oltre a ciò, il tutto resta estremamente di difficile valutazione e le critiche estremamente fondate: la riforma non sembra essere migliorativa. Ma perché non lo è? Le criticità sono la manifestazione tangibile di qualcosa che non va e che probabilmente non andrà nella riforma, ma sono anche la conseguenza dell'approccio dell'EU di fronte al Patto di Stabilità. In altri termini, è necessario indagare come, quando e se si dovrebbe effettuare una riforma del Patto e di meccanismi legati alla stabilità finanziaria di uno Stato.

Si apre una nuova questione: è necessaria una riforma in questo caso? Per far ciò, ci si basa sul lavoro di Lorenzo Bini Smaghi (2022). Inoltre, tale articolo è fondamentale per presentare ulteriori mancanze della attuale versione del Patto, analizzare in maniera differente critiche già presentate alla possibile riforma e smuoverne di nuove.

All'attuale patto viene contestato, oltre alla già citate mancanze di trasparenza e flessibilità, l'eccessiva pro-ciclicità delle politiche di bilancio.

Per prima cosa, bisogna effettuare una valutazione analitica delle contestazioni, per evitare errori cosiddetti di diagnosi: bisogna necessariamente capire se i problemi riscontrati siano dovuti al Patto stesso oppure al modo con cui il Patto è stato interpretato e messo in atto finora da Commissione, Consiglio europeo e dagli Stati membri.

L'esempio adatto a tal fine è quello della pro-ciclicità. L'autore si domanda se la prociclicità dipenda dal Patto o dall'utilizzo che ne hanno fatto gli addetti ai lavori. Prima di procedere ad una modifica bisogna comprendere se è "semplicemente" possibile applicare il testo attuale in maniera meno pro-ciclica. Gli esempi sotto riportati di Smaghi dimostrano che far ciò è possibile, e che dunque, per questa specifica critica, non sarebbe necessaria una modifica, ma un utilizzo idoneo dell'attuale testo.

- GERMANIA E FRANCIA 2003: "Il caso dell'apertura della procedura per disavanzo eccessivo nei confronti della Germania e della Francia nel 2003 rappresenta un caso emblematico. La Commissione europea riteneva che si trattasse di disavanzi eccessivi, avendo entrambe superato la soglia di riferimento del 3%, che dovevano essere corretti entro l'anno successivo. Il Consiglio dei ministri considerava invece che l'aggiustamento potesse avvenire in due anni, date le condizioni congiunturali particolarmente avverse. Quello fu un caso evidente di interpretazioni diverse del Patto da parte di due istituzioni europee. Il Consiglio votò contro la Commissione. La storia dimostrò che il Consiglio aveva ragione perché l'interpretazione della Commissione europea era eccessivamente pro-ciclica, con un aggiustamento troppo restrittivo in una fase di bassa crescita." (Smaghi, pag. 2).
- CORREZIONE DEI BILANCI 2010: in questo caso, invece, "la richiesta di correzione eccessiva e prematura dei bilanci pubblici nel 2010, da parte della Commissione europea, invertì la rotta rispetto al piano di rilancio del 2009. Col senno di poi, è chiaro che quella raccomandazione non teneva adeguatamente conto della fragilità della ripresa economica in un contesto finanziario che si stava deteriorando, anche per effetti del contagio della crisi greca. A fronte della Grande Recessione del 2008-09, la Commissione europea e gli stati membri avrebbero potuto usare il Patto in modo diverso, concedendo più tempo per correggere i disavanzi pubblici in funzione di una ripresa ancora incerta. La riforma del Patto di stabilità del 2005 invitava infatti la Commissione europea e il Consiglio a tener conto nella propria valutazione della possibilità di "*grave recessione economica*". Questa possibilità venne scartata,

nonostante l'episodio sia passato alla storia (anche per Wikipedia) sotto il nome di "Great Recession". Si trattò di un errore di valutazione." (Smaghi, pag. 2-3).

Per questi due casi ho preferito riportare le testuali parole dell'autore, in quanto mi sembravano estremamente chiare e dirette al punto. Entrambi i casi, inoltre, si collegano alla riforma del Patto del 2005. Essa viene messa a punto proprio a partire dal "caso Germania e Francia del 2003" per rendere più esplicito il rischio di pro-ciclicità e per tener conto della situazione economica dei paesi: venne quindi introdotto il criterio del saldo strutturale di bilancio che esclude gli effetti del ciclo economico su entrate e uscite. Se, a mio avviso, questa specifica introduzione è stata necessaria per mettere nero su bianco un fattore imprescindibile nella valutazione della sostenibilità, non si può però non dire, come afferma l'autore stesso, che è stato un errore dare competenza quasi esclusiva alla Commissione su tale valutazione: si è ridotta la trasparenza e si è esposta l'istituzione alla critica di eccesso di discrezionalità, come espresso dal report 2019 dell'European Fiscal board.

Facendo una piccola digressione, è semplice individuare una analogia tra la riforma del 2005 e quella di oggi. Già dalla riforma del 2005 si è capito che non basta inserire i correttivi giusti, ma bisogna anche creare un percorso valutativo che sia distante da dubbi di non trasparenza e discrezionalità. Perché allora, si continua a commettere lo stesso errore? Non sembrano esserci spiegazioni.

L'altra fondamentale domanda esaminata dall'autore riguarda le variabili utilizzate per valutare l'attuale testo del patto, e in particolare il PIL potenziale. Serve una riforma che introduca nuove variabili o la modalità con cui sono state valutate quelle attuali? Secondo l'autore, tra le tante complesse metodologie attuabili, la Commissione ha deciso (con il sostegno di numerosi paesi) di applicare quella "più restrittiva", applicando una statistica che accentua la correlazione tra la stima del tasso di crescita potenziale e la posizione ciclica. In questo modo si finisce per sottostimare il PIL potenziale e l'output gap. Anche in questo caso quindi, il problema non è la variabile utilizzata, ma l'uso che se ne fa.

Non è quindi detto che sia più efficiente effettuare una riforma se il problema sta nell'interpretazione e uso del testo del Patto: bisognerebbe infatti, prima di tutto, imparare ad analizzare al meglio le situazioni economiche dei paesi. Questa è a mio avviso è il principale errore della nuova riforma: un errore che sta alla base e che condiziona ogni modifica al testo attuale. Che senso ha modificare le variabili da analizzare al fine di contenere il debito, se anche quelle introdotte in sostituzione sono estremamente discrezionali e per di più valutate dalla sola

Commissione. L'errore di previsione e di interpretazione c'era prima e ci sarà ancora adesso e in futuro. Il punto non è la variabile, ma il ragionamento attorno alla variabile, l'utilizzo che se ne fa, la trasparenza e fiducia che si genera nei confronti di Paesi e cittadini. Non ha forse senso rivedere prima il procedimento decisionale e poi, eventualmente, cambiare nuovamente le grandezze da prendere in esame. Questa problematica è per lo più concettuale "filosofica" e insegna, in ultima analisi, che non basta avere gli strumenti migliori, ma serve anche saperli usare.

L'analisi ora prescinde dal problema appena analizzato, e si propone la visione di Smaghi sulla proposta di riforma in sé, se il testo è di per sé vantaggioso rispetto al precedente. Ci si sofferma sulle due principali analisi che si vorrebbero introdurre con la riforma: quella relativa alla valutazione della sostenibilità del debito e quella della spesa corrente (che pone un tetto pluriennale). È vantaggioso dunque ridurre dunque il numero di indicatori e basarsi solamente su questi due?

Le riforme vanno in senso totalmente opposto rispetto a quello degli ultimi vent'anni in cui si è cercato di ridurre la "stupidità" di regole troppo semplici del Patto, per parafrasare le parole usate dall'ex presidente della Commissione Romano Prodi. Il rischio da valutare è quindi se il patto stia tornando troppo semplice e finisca per perdersi la complessità e la diversità delle situazioni economiche che possono crearsi. Con riferimento agli indicatori di:

- SPESA CORRENTE: "si basa sulle previsioni di crescita economica, che sono altrettanto difficili da formulare e comportano rischi di errori quanto la stima dell'output gap usata per calcolare il bilancio strutturale. Per evitare che la regola sia pro-ciclica è necessario correggere il tetto di spesa dagli effetti del ciclo economico, usando stime di elasticità della spesa rispetto al ciclo oppure catalogando le diverse voci di spesa in funzione del legame al ciclo oppure in funzione di obiettivi di investimento. Il compito può sembrare semplice sulla carta, ma in realtà rischia di essere molto complesso e poco trasparente. È facile prevedere lunghe discussioni tra gli stati membri e la Commissione europea per catalogare le spese nel segmento più conveniente al fine di aggirare la regola, con il risultato di aumentare il grado di discrezionalità e il rischio di errore di tale misura". Quindi, utilizzando le testuali parole dell'autore, si evidenzia che una riforma basata sul calcolo della spesa corrente e soprattutto del tetto a tale spesa possa rivelarsi più restrittiva a fronte di shock esogeni e rivelarsi più pro-ciclica del sistema attuale. Un esempio concreto e non indifferente riguarderebbe lo scostamento di bilancio per il caro bollette del febbraio 2022: tale scostamento, finanziato attraverso un tesoretto derivante da un surplus di crescita inaspettato, non sarebbe riproponibile se



passasse la riforma, a meno che non si tagliano altre spese o si aumentino le entrate. Nel testo vigente, invece, meccanismi di questo tipo rientrano nella flessibilità data ai paesi in relazione alla posizione ciclica dell'economia (in questo caso italiana, e quindi non ancora tornata al reddito precrisi). La flessibilità della riforma è data dunque dall'estensione temporale rispetto all'attuale testo, per il resto, esistono casistiche che la riducono, come questo.

- **CALCOLO DELLA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO:** come già evidenziato dall'articolo Tortuga, anche Smaghi sottolinea che le variabili presenti nella riforma (come le previsioni di crescita a lungo termine, la struttura dei tassi d'interesse e le proiezioni relative alle entrate e alle uscite di bilancio e il loro impatto sull'economia) sono anch'esse inosservabili. Oltre a ciò, il criterio di sostenibilità non è immune dal problema di pro-ciclicità, poiché un rallentamento ciclico imprevisto o un aumento esogeno dei tassi può peggiorare la sostenibilità del debito nel breve e medio periodo, costringendo, come già espresso da C. Wyplosz, i paesi a premature manovre correttive. L'esempio, anche qui, riguarda l'Italia: se fosse passata fin da subito la riforma, l'aumento dei tassi a medio e lungo termine sui titoli italiani tra fine 2021 e inizio 2022 (oltre i 100 punti base) comporterebbe una manovra restrittiva per aumentare il saldo primario necessario a riportare la traiettoria del debito pubblico su una dinamica considerata sostenibile. Anche qui sembrerebbe una ulteriore perdita di flessibilità, invece che un suo aumento.

Come dimostrato da tutti i lavori trattati ("gruppo Tortuga", Wyplosz, Smaghi) la riforma non è migliorativa.

### 3.4 CONCLUSIONE

In quest'ultimo paragrafo vengono ripresi dubbi e problemi precedentemente espressi e si cerca di analizzarli in maniera definitiva.

Certezze in economia non ce ne sono, specie quando si tratta di previsioni future, ma è evidente che dalla discussione proposta si possa estrapolare qualcosa che funge da ipotesi per il prosieguo del capitolo. Ci si riferisce, tra le critiche, all'"eccesso di potere alla Commissione" e alla "discrezionalità di analisi delle previsioni", mentre tra le cose positive evinco, come mostrato, la sola istituzione di un percorso pluriennale (e non più annuale) di aggiustamento.

A partir da ciò, risulta quindi naturale chiedersi per quale motivo sia stata scritta una riforma di questo tipo.

In effetti, se l'intento era quello di aumentare la trasparenza nel procedimento e nell'utilizzo dei dati, direi proprio che l'EU non c'è riuscita. Il punto cruciale sta però nel capire che la riforma non era necessaria per questi ultimi motivi o, meglio, non sono per questi, ma soprattutto per un altro: la crisi pandemica ha innalzato enormemente il livello del debito e reso praticamente impossibile l'attuazione delle misure del braccio preventivo così come stanno. Portando l'esempio dell'Italia, un debito al 150% del PIL, 90 punti sopra la soglia massima del 60% prevederebbe una riduzione di 4,5 punti del PIL l'anno (secondo il noto schema di rientro di un ventesimo annuo). Ciò è estremamente difficile da raggiungere, per questo si è previsto un piano pluriennale. La riforma poteva fermarsi qui.

Se il reale motivo della riforma era dunque prolungare l'intervallo di tempo per l'aggiustamento, non sarebbe stato necessario cambiare le variabili da tenere in considerazione per la valutazione, ma prevedere solamente un adeguamento temporale. In realtà, facendo riferimento sempre a ciò che ha scritto Smaghi (2022), nemmeno una riforma delle tempistiche sarebbe stata necessaria, in quanto: “il Patto di Stabilità non è un insieme di regole fisse, ma una procedura per valutare se i disavanzi pubblici sono eccessivi. I criteri numerici sono “parametri di riferimento” in base ai quali scatta la procedura, che prende in considerazione una serie di fattori, tra i quali *“l'influenza del ciclo sul ritmo di riduzione del debito”*, la possibilità di *“una grave recessione economica”*, *“la posizione in termini di risparmi netti del settore privato”*, *“l'evoluzione della spesa primaria corrente e in conto capitale”*, *“l'attuazione di politiche nel contesto di una strategia di crescita comune dell'Unione”*, *“la qualità complessiva delle finanze pubbliche”*, *“gli sviluppi nella posizione del debito pubblico a medio termine, la sua dinamica e sostenibilità, compresi in particolare i fattori di rischio”*. In altre parole, la procedura prevede una analisi approfondita della situazione economica del paese, che consente di prendere in considerazione gli effetti connessi alla crisi pandemica, incluso l'aumento del debito che ne è seguito. Consente anche, come si evince sopra, di trattare separatamente l'aumento del debito prodotto nell'ambito delle azioni legate al PNRR. La flessibilità della procedura è confermata dall'esperienza passata. Negli anni precedenti alla crisi il parametro dell'1/20 è stato usato come riferimento, non come regola assoluta. Dal 2014 al 2019, ad esempio il debito pubblico italiano è sceso dal 135,4 al 134,6% del Pil, ossia un ritmo di 0,2 punti all'anno, ben inferiore ai 4 punti previsti, senza incorrere in sanzioni. Se il metodo di analisi rimanesse lo stesso, una volta reintrodotta il Patto, l'aumento del parametro di

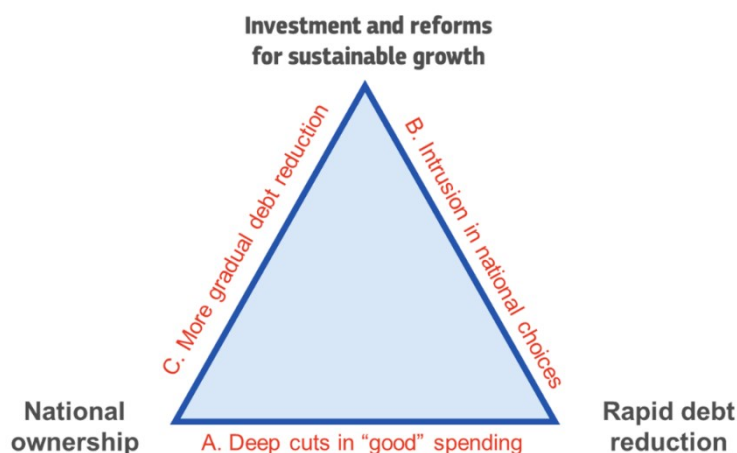
riferimento da 4% all'anno al 4,5% non dovrebbe portare a grandi cambiamenti.” (Smaghi, pag. 7).

Ogni volta che si entra più nel dettaglio della riforma e che la si confronta con l'attuale Patto non riesco a comprendere per quale motivo i nuovi bisogni e obiettivi di flessibilità non possano essere realizzati già adesso, senza alcun cambiamento del testo.

La soluzione alle critiche sulla riforma risulta quindi semplice: non effettuare la riforma. Con l'attuale testo è comunque possibile aumentare flessibilità e trasparenza nei numeri: l'unica cosa da fare è volerlo. Una riforma servirebbe solo a dare una ventata d'aria nuova, cercare di far credere che qualcosa cambi, quando in realtà nulla cambia o, meglio, qualcosa cambierebbe, ma probabilmente in negativo.

L'esame della riforma rimarca ancora una volta un aspetto molte volte discusso nel corso dello scritto: difficoltà di previsione e trade-off nelle questioni economiche. In particolare, ci si può riferire al lavoro di Jakob W. Friis, Roberta Torre e Marco Buti (2022) per completare l'analisi.

Essi presentano l'esistenza del cosiddetto trilemma della governance economica, presentato in figura.



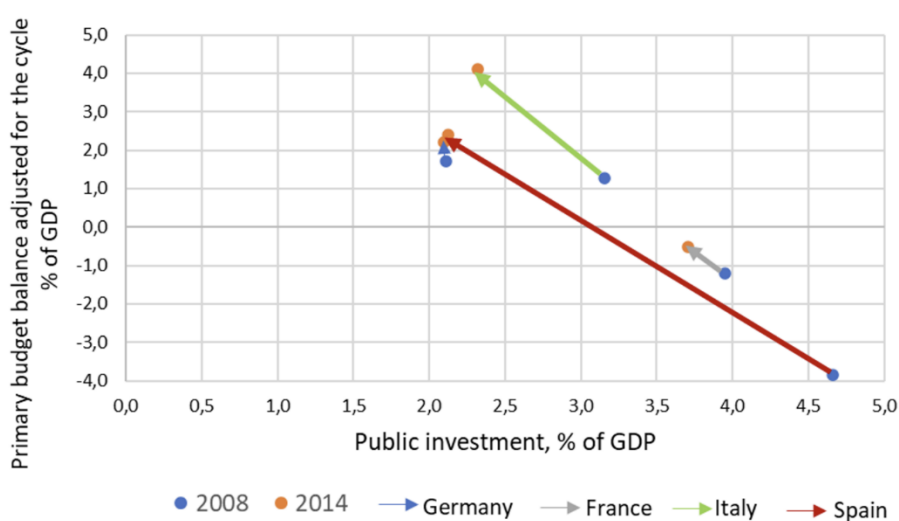
Trilemma della governance EU (elaborazione degli autori J.W. Friis, Roberta Torre e Marco Buti; 2022)

Attraverso il trilemma gli economisti esprimono l'impossibilità (nei primi due decenni dell'EU) di conciliare allo stesso tempo tre obiettivi:

- Rapida riduzione del debito
- Investimenti per una crescita sostenibile, per la transizione green e per quella digitale
- Mantenimento di una forte titolarità e stabilità politica nazionale

Al trilemma esistono tre soluzioni:

- SOLUZIONE A: si possono ottenere riduzione del debito e un miglioramento nelle riforme e investimenti sostenibile, ma a scapito della titolarità decisionale dei governi. Ciò è avvenuto durante la crisi finanziaria e del debito sovrano.
- SOLUZIONE B: Come dimostra l'esperienza, una rapida riduzione del debito in un contesto di forte proprietà e di condizioni politiche nazionali stabili implicherebbe molto probabilmente tagli alla buona spesa sostenibile. L'evidenza empirica mostra che la pressione del mercato può portare a forti riduzioni di bilancio, ma al costo di un deterioramento della qualità delle finanze pubbliche che ha comportato effetti negativi sulla crescita potenziale e sulla sostenibilità nel lungo periodo. Questo è mostrato nella figura sottostante.



Posizione fiscale e investimenti pubblici (dati forniti dalla Commissione Europea, utilizzato nell'articolo di J.W. Friis, R. Torre e M. Buti; 2022)

- SOLUZIONE C: essa è la soluzione migliore in situazioni di “tranquillità”, in quanto permette sostenibilità di riforme e investimenti, mantenimento del potere ai governi, sempre se ottiene un ridimensionamento graduale del debito. Inoltre, se da un lato gli Stati membri godrebbero di una maggiore flessibilità nei loro percorsi di riduzione del debito, dall'altro sarebbero maggiormente responsabilizzati e il controllo sarebbe più agevole.

Il trade-off decisionale, riassumibile dal trilemma, è il corretto modo per concludere lo scritto. Nella riforma, come in ogni altra decisione economica che coinvolge il debito pubblico in senso lato e in senso stretto con riferimento all'unione monetaria, non si otterranno mai delle risoluzioni win-win, ma dei compromessi più o meno favorevoli. È evidente (come scritto nelle ultime righe del precedente capitolo) che si tratti di un percorso fatto di miglioramenti a seguito

di errori. Quello che però fondamentale non si capisce è perché in questa riforma si stiano commettendo errori banali, prevedibili e soprattutto già commessi in passato. La rotta dell'integrazione gestionale dell'EU perderà di credibilità se la riforma passerà con queste modalità.

Di fronte alla difficoltà di migliorare il Patto in un contesto economico complesso, un ritorno alla semplificazione non credo sia la scelta corretta.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

A. ALESINA, C. FAVERO, F. GIAVAZZI. 2019. Austerity: when it works and when it doesn't. Rizzoli Editore.

B. EICHENGREEN, C. WYPLOSZ. 1998. The Stability Pact: more than a minor nuisance?. Economic Policy (Gran Bretagna).

C. SCHEINERT. 2023. Storia dell'Unione economica e monetaria (Note sintetiche sull'Unione europea). Parlamento Europeo, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu/factsheets/it> .

C. WYPLOSZ. 2022. Reform of the Stability and Growth Pact: The Commission's proposal could be a missed opportunity. VoxEU.org .

COLE, KEHOE. 2000. Self-Fulfilling Debt Crises. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

J. FRIEDEN, S. WALTER. 2017. Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis. Annual review of political science.

J. W. FRIIS, R. TORRE, M. BUTI. 2022. How to make the EU fiscal framework fit for the challenges of this decade. VoxEU.org .

L. BINI SMAGHI. 2022. La Riforma del Patto di Stabilità e Crescita: Ce n'è veramente bisogno?. LUISS (School of European Political Economy).

MEMORANDUM OF UNDERSTANDING BETWEEN THE EUROPEAN COMMISSION ACTING ON BEHALF OF THE EUROPEAN STABILITY MECHANISM AND THE HELLENIC REPUBLIC AND THE BANK OF GREECE. 2015.

O. BLANCHARD. 2019. Public Debt and Low Interest Rates. Nber Working Paper Series.

R. BIN, G. PITRUZZELLA. 2022. Diritto Pubblico. Edizione 20. Giappichelli Editore. Pagine 84-105.

R.A. MUNDELL. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4, Pagine 657-665.

RICARDO REIS. 2022. Debt Revenue and the Sustainability of Public Debt. Journal of Economic Perspectives Vol. 36, Pagine 103–124

S. BUKOWSKI. 2006. The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU. Quaderni del Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica, Unipg.

TORTUGA. 18 gennaio 2023. Perché la riforma del Patto di Stabilità e Crescita così com'è non va. Il Sole 24 Ore.

W. GALE. 2019. Fiscal Policy with High Debt and Low Interest Rates. Aspen institute, economic strategy group.

Numero parole: 19644

*Nessuna frase di circostanza come ringraziamento, nessuna inutile retorica.*

*Chi mi è stato vicino sa quanto sia stato importante in questo percorso, non serve aggiungere altro.*