

Camera dei Deputati e Senato della Repubblica

Commissioni bilancio congiunte

Indagine conoscitiva sulle leggi di riforma delle procedure di programmazione economica, finanziaria e di bilancio, a seguito della *governance* economica europea

Intervento del Prof. Gianfranco Polillo

Palazzo Carpegna, Roma 16 maggio 2024

Dopo le modifiche introdotte alla proposta iniziale della Commissione europea è difficile dire se le nuove Regole del Patto di stabilità siano migliori o peggiori di quelle passate ed ancora sottoposte alla cosiddetta "clausola di salvaguardia". I limiti quantitativi introdotti, relativi al deficit e al rapporto debito/Pil, sono minori rispetto a quelli indicati dal *Fiscal Compact*, senonché anche i problemi che l'Europa è chiamata ad affrontare sono diversi. Nel 2011, quando fu varato il *Six-pack* e, l'anno successivo, il Trattato sul *Fiscal Compact* si trattava di far fronte ai riflessi europei della *GFC Global Financial Crisis*, nata negli Stati Uniti a seguito del fallimento della *Lehman Brothers* ed il crollo del mercato dei *subprime*. Oggi si è invece di fronte ad un drammatico problema di riconversione produttiva i cui capitoli sono: il *green deal* e la trasformazione in senso digitale dell'economia e della società, le maggiori spese necessarie per garantire all'Europa la sicurezza militare, i maggiori investimenti che, a loro volta, sono indispensabili per ricostruire, a partire dall'energia, le catene internazionali del valore su basi più sicure.

Si vedrà in che modo questi elementi saranno presi in considerazione nel definire, entro il 21 giugno, "le traiettorie tecniche", ovvero gli obiettivi di aggiustamento dei conti pubblici a medio termine previsti dal nuovo Patto di stabilità. Su questa base i singoli Paesi dovranno poi elaborare i PSB "Piani strutturali di bilancio" da inviare a Bruxelles entro il 20 settembre. Piani che sostituiranno i vecchi "PS - Programma di stabilità" ed il "PNR Piano nazionale di riforma". È fin troppo facile ricordare che l'8 ed il 9 giugno si svolgeranno le elezioni europee, il cui esito è tutt'altro che scontato e in grado di modificare gli attuali assetti politici-istituzionali.

C'è subito da dire che qualsiasi dato quantitativo preventivo si presta a non poche obiezioni. Dal combinato – disposto (proposta iniziale della Commissione – modifiche introdotte) risulta che il debito dei singoli Paesi europei sarà suddiviso in tre categorie: a) sostanziale se >90%; b) moderato se comprese tra 60 e 90%; c) modesto se <60%. Lo scorso 22 aprile, Eurostat ha pubblicato i dati relativi all'andamento del debito e del deficit di tutti i Paesi dell'Unione. Elementi determinanti ai fini della classificazione precedentemente indicata. Le relative risultanze sono le seguenti: 6 Paesi con un debito sostanziale, superiore al 90% (Belgio, Francia, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna); 5 Paesi con debito moderato, compreso tra il 60 ed il 90% (Austria, Cipro, Finlandia, Germania, Slovenia): senza "colpa" (*shuld* che in tedesco significa anche debito) i rimanenti 9 (Estonia, Lettonia, Lituania, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Olanda e Slovacchia).

Non solo la stragrande parte dei Paesi, ma quelli principali, sarebbero fuori linea. Difficile valutare l'effetto di questa impostazione sul *sentiment* dei mercati internazionali. Tanto più che in Paesi come gli Stati Uniti, la Gran Bretagna, il Canada, per non parlare del Giappone quel rapporto è superiore al 100 per cento. Segno evidente di quanto siano cambiate, nel tempo, le soglie di *alert* poste a presidio della finanza pubblica. Tant'è che il debito complessivo dell'Eurozona è risultato essere pari all'88,7 per cento; mentre quello dell'intera UE all'81,7. Parametri che avrebbero dovuto contribuire alla formulazione di ipotesi più realistiche.

Leggermente migliori i dati relativi all'indebitamento: con 7 Paesi (Belgio, Estonia, Francia, Italia, Malta, Slovacchia e Spagna) che hanno presentato un indebitamento superiore al 3 per cento. E di conseguenza sarebbero passibili di procedura d'infrazione. In questo caso l'obbligo sarebbe quello di ridurre il disavanzo strutturale di bilancio di una percentuale minima dello 0,5% del Pil, per il periodo necessario a raggiungere un indebitamento pari al 3% del Pil. Nel periodo 2025/2027, tuttavia, la correzione potrebbe essere minore al fine di tener conto del maggior drenaggio della spesa per interessi, dovuta ai riflessi della "stretta" operata dalla BCE per contenere l'inflazione.

Nel caso dell'Italia, ad esempio, il beneficio sarebbe consistente. Nel 2022 e nell'anno successivo, secondo gli ultimi dati di Eurostat, la spesa per interessi, rispetto al 2019 (l'anno antecedente la crisi dovuta al Covid)

sarebbe maggiore rispettivamente di 0,8 e 0,4 punti di Pil. Circostanza che attenuerebbe fortemente i rigori di un'eventuale manovra correttiva. Rinviando il tutto all'indomani del 2027. In definitiva alla prossima legislatura.

I due dati richiamati – debito ed indebitamento – hanno rappresentato i cardini delle modifiche introdotte rispetto alle iniziali proposte della Commissione. Un “compromesso” necessario, come ebbe modo di osservare il Commissario Gentiloni, per raggiungere un accordo. Accordo che appare, tuttavia, essere denso di implicazioni contraddittorie. Le nuove regole dettano “cure” diverse: se il rapporto debito/pil supera il 90 per cento, esso dovrà essere ridotto di 1 punto all'anno. Di soli 0,5 punti nel caso di “debito moderato”. Nel comune presupposto che l'indebitamento sia sotto il 3 per cento, altrimenti si rientrerebbe nelle regole della Procedura d'infrazione. Una volta raggiunta quella soglia scatterebbe la procedura – che ha un valore generalizzato – rivolta a comprimere ulteriormente l'indebitamento strutturale, fino a raggiungere la soglia dell'1,5% del Pil. A tal fine, i singoli Stati sono chiamati ad un aggiustamento pari allo 0,4% all'anno, nel caso di PSB con cadenza quadriennale. Dello 0,25% se la scadenza è invece settennale. Ma in questo caso sarebbero poste ulteriori condizioni in termini di investimenti e riforme da attuare.

Probabilmente questa regola si è resa necessaria per spingere anche i Paesi con “debito modesto” – i 9 indicati in precedenza – a seguire un percorso più virtuoso. Sta tuttavia il fatto che essa complica e non di poco la situazione di tutti coloro che devono anche abbattere il rapporto debito/Pil di 1 o 0,5 punti all'anno. Il paradosso risulta evidente se si considerano tutte le variabili che incidono sull'andamento del debito. Che non riguardano solo le poste finanziarie: entrate, uscite e quindi avanzo o disavanzo primario ed infine indebitamento netto. Nel rapporto debito/Pil, conta anche il denominatore che è rappresentato dalla dinamica del Pil. Nemmeno di quello reale, ma di quello nominale. Ne consegue che una variazione del deficit – sia esso strutturale o nominale poco importa – che prescindendo dalle reali condizioni del ciclo economico, può incidere, in modo non programmato, sulla dinamica del Pil incidendo ex post sull'effettiva grandezza debito/Pil. Innescando un evidente “riferimento circolare”, per dirla con un linguaggio matematico..

Nella realtà, si deve poi considerare, che la stessa dinamica del debito non dipende solo dalle variabili precedentemente considerate. Si pensi ad esempio alla politica monetaria. I tassi di interesse decisi a Francoforte condizionano quelli dei titoli emessi dai singoli Stati. Del resto, come si è già visto, la deroga per il periodo 25/27 aveva questa motivazione. Vi sono poi altri fattori da tener presenti: come ad esempio quel “fattore rischio” – si pensi agli *spread* – che è differente da Paese a Paese e che varia nel tempo. Insomma individuare per tutti i Paesi, la cui situazione interna mostra divergenze anche profonde rispetto ad un ipotetico modello unico o prevalente, è solo un'astrattezza che può avere conseguenze negative particolarmente gravi. Senza considerare infine l'analisi del debito per i settori detentori. Se il debito, come in Giappone, è prevalentemente in mano dei residenti è un conto. Un altro se in possesso di investitori stranieri.

Da un punto di vista più generale, l'introduzione di nuovi limiti numerici mal si concilia con quello ch'era stato lo spirito della proposta della Commissione, che presentava aspetti indubbiamente positivi, ma anche elementi di criticità che le nuove Regole non correggono. Anzi aggravano. La principale novità era rappresentata dalla “duttilità”: dal consentire agli Stati membri di mantenere la “titolarità” (*ownership*) delle azioni da adottare, seppure in un confronto continuo con la Commissione. Il dialogo intessuto poteva, pertanto, garantire il necessario bilanciamento tra le esigenze diverse che caratterizzano i profili della politica economica: quali la sostenibilità delle finanze pubbliche, la stabilità del ciclo economico e la crescita del Pil. Bilanciamento che avrebbe richiesto una maggiore integrazione nell'analisi di fattori diversi direttamente desunti dagli elementi tipici del quadro macroeconomico. Esigenza avvertita da tempo.

Il tentativo di avere una visione maggiormente integrata dei diversi fenomeni risale al 2011, anche se non ha avuto gli sviluppi che meritava. Allora vi furono due Regolamenti che disegnarono la nuova architettura dei

controlli europei: il Regolamento 1177 che prevedeva la possibilità di un ricorso alla EDP *Excessive Deficit Procedure* e il Regolamento 1176 relativo al MIP *Macroeconomic imbalance procedure*, che prendeva in considerazione gli eventuali squilibri del quadro macroeconomico. Il Regolamento 1177 fu poi, in qualche modo bissato dal Trattato del *Fiscal Compact* del marzo 2012, che ne replicava i contenuti: rispetto del 3 per cento come indebitamento massimo e regola del debito. Per un debito superiore al 60 per cento del Pil obbligo ad intervenire con una riduzione pari ad un ventesimo all'anno calcolato sulla differenza tra il valore medio del debito (ultimi 3 anni) e il 60 per cento.

Le due procedure avevano svolgimenti del tutto indipendenti con un unico punto di contatto qualora la MIP avesse individuato "squilibri eccessivi" capaci incidere negativamente sulla stabilità economica di un determinato paese dell'UE. Solo allora il Paese era sottoposto a monitoraggio rafforzato noto: la (EIP) "*Excessive Imbalance Procedure*". Che poteva portare alla comminazione di sanzioni. La EDP invece era tesa ad assicurare il rispetto del Patto di stabilità secondo i canoni del "braccio preventivo" e di quello "correttivo". Il primo rivolto a garantire che la politica fiscale dei paesi dell'Unione fosse condotta in modo sostenibile. Il secondo che definiva le azioni necessarie per risolvere le situazioni di crisi, imponendo ai singoli Paesi, con debito pubblico o disavanzo di bilancio eccessivo, le necessarie azioni di risanamento. Lo strumento di indirizzo era rappresentato dalla "Raccomandazione" che spingeva i singoli Stati a compiere (tempo concesso 6 mesi, 3 nei casi più gravi) le azioni necessarie per evitare l'avvio dell'EPD. È da osservare che, nell'ultima Raccomandazione rivolta all'Italia, agli "squilibri eccessivi" è dedicata una sola riga, in un contesto di decine di pagine, tutte concentrate sugli aspetti di finanza pubblica. Unica concessione: un certo spazio dedicato alle politiche energetiche, dato il maggior tiraggio dei bonus concessi a favore di famiglie ed imprese e destinati a tradursi in maggiori spese o riduzione di entrate a carico degli equilibri di bilancio.

La MIP aveva avuto quindi un ruolo modesto, sebbene avesse richiesto un notevole investimento a partire da Eurostat costretta a elaborare un set di indicatori annuali sotto la Rubrica *Macroeconomic imbalance procedure indicators*, destinati a rappresentare la base statistica dell'AMR *Alert Mechanism Report*. Il documento annuale (esce in generale a novembre) in cui si effettuava la valutazione per ciascun Paese ed al tempo stesso erano forniti gli indicatori utili per il necessario confronto tra i diversi Partner. Indicatori, che a loro volta, si dividevano in due distinte categorie i 14 "*scoreboard indicators*" e i 28 "*auxiliary indicators*" (si veda l'allegato). I primi rivolti ad individuare gli squilibri, attribuendo a ciascun indicatore una soglia di tolleranza, oltre la quale poteva scattare la segnalazione. I secondi tesi a qualificare ulteriormente l'eventuale squilibrio.

La MIP era risultata scarsamente incisiva. Si pensò pertanto di utilizzare la massa di informazione disponibili nell'ambito di una diversa procedura: quella dell'ESM *European Stability Mechanism*. L'Istituto, com'è noto, aveva la funzione fondamentale di concedere, a precise condizioni, assistenza finanziaria ai paesi membri che - pur avendo un debito pubblico sostenibile - si fossero trovati in temporanee difficoltà nel finanziarsi sul mercato. Due le possibili linee di credito che potevano essere concesse: quella "semplice" (*Precautionary Conditioned Credit Line*, PCCL) e quella "a condizionalità rafforzata" (*Enhanced Conditions Credit Line*, ECCL): la PCCL era riservata ai Paesi che rispettavano le prescrizioni del Patto di stabilità e crescita, che non presentavano squilibri macroeconomici eccessivi e che non avevano problemi di stabilità finanziaria, mentre la ECCL era destinata ai Paesi che non rispettavano pienamente i suddetti criteri e ai quali pertanto erano richieste misure correttive. Che prendevano forma, nel successivo, *Memorandum of Understanding*.

L'idea di un maggior coinvolgimento degli Stati membri consentiva di mettere a regime procedure, che in passato, erano risultate completamente disallineate. Con il vantaggio di offrire un quadro più realistico della situazione effettiva di ciascuno Stato membro. Al tempo stesso questo confronto risulterebbe oggi ancor più necessario per attenuare le rigidità implicite nella DSA (*Debt Sustainability Analysis*). Sulla base della quale misurare, nel medio - lungo periodo, la sostenibilità del debito. Una previsione tutt'altro che semplice, con un *framework* complesso: con margini di oscillazioni particolarmente ampi, come testimoniano le analisi di

sensibilità e notevoli margini di discrezionalità da parte dell'analista. Le stesse metodologie utilizzate – come nel caso del calcolo dell'*output gap* – avevano dato luogo, in passato, a polemiche a non finire. Difficoltà, in definitiva, destinate a divenire ancora maggiori, se si considera la forte variabilità dei tempi futuri. L'inclusione degli elementi raccolti nell'ambito del MIP ed il confronto più stringente tra i due soggetti coinvolti (Commissioni e Stati membri) avrebbero potuto consentire di sopperire a queste criticità. Va da sé, che l'introduzione di elementi deterministici, come i vincoli su deficit e debito, riducono enormemente gli spazi di una discussione, alla quale si è guardato – specie da parte tedesca – con eccessivo sospetto.

Al di là di queste considerazioni resta comunque il dato positivo di una certa semplificazione, seppure peggiorata rispetto alle proposte iniziali. Alla fine la DSA dovrebbe portare a quella classificazione del debito (sostanziale, moderato o modesto) di cui si diceva in precedenza. Su questa base la Commissione europea definirà per ciascuno Stato membro, con un problema di debito pubblico sostanziale o moderato, un percorso di aggiustamento pluriennale di riferimento in termini di "Spesa primaria netta"¹ per un orizzonte almeno quadriennale. Che, su richiesta del singolo Stato, potrà essere esteso a 7, ma solo con l'aggiunta di maggiori investimenti ed una politica di riforme. Durante gli anni di svolgimento del Piano sarà quindi sufficiente controllare l'evoluzione della spesa rispetto ai parametri precedentemente indicati. Il vantaggio di questo strumento rispetto al vecchio OMT "Obiettivo a medio termine" è la sua non pro-ciclicità. In caso di congiuntura positiva, che tenda a far crescere le entrate ha una funzione raffreddatrice, espansiva nel caso contrario.

Restava, infine, la clausola di chiusura. Una possibile salvaguardia nel caso di eventi imprevisi ed imprevedibili, nel qual caso sarebbe stato possibile rinegoziare il Piano. Garanzia, che non appare essere, tuttavia, sufficiente. Come si è detto la DSA, che poi è all'origine dell'intero processo, si basa su variabili, molto spesso stimate o solo previste: ne deriva che se quest'ultimi parametri si dovessero dimostrare non in sintonia con le successive tendenze reali, il Piano stesso dovrebbe risultare oggetto di possibili modifiche in un senso o nell'altro. Saranno, quindi, le prassi future a trovare la strada più giusta e produttiva affinché l'adeguamento risulti coerente con il mutare dei parametri di base. Merito – è bene sottolinearlo ancora – di quella scelta verso la duttilità che era stata alla base delle proposte della Commissione.

In un quadro così variegato, pieno di luci e di ombre, c'è un aspetto che non è per nulla convincente. Nell'*home page* della Commissione europea alla voce "Procedura per gli squilibri macroeconomici" si riconosce la necessità di un intervento per evitare eventi quali "un elevato disavanzo delle partite correnti o una bolla immobiliare," che "possono incidere negativamente su altri paesi dell'UE". Un tema, quello del contagio, ch'era emerso prepotentemente nel 2011 con la crisi greca, ma che, allora, aveva avuto una valenza più di carattere finanziario a causa della forte crescita degli spread sui titoli di Stato dei Paesi, soprattutto l'Italia, più esposti. Che non un'attinenza con i processi reali. Determinando una valutazione quanto meno parziale. In parte superata, seppure sul piano prevalentemente teorico, dall'approvazione del Regolamento 1176, cui si è fatto ripetutamente cenno.

In effetti la parte più importante degli indicatori MIP – i primi 5 – si riferiscono agli "*external imbalances and competitiveness*" parametri che dovrebbero misurare la competitività di un determinato Paese e saggiare il grado di stabilità del ciclo economico, garantito anche da un'opportuna *fiscal policy*. Essendo data la politica monetaria ad opera della BCE, la teoria insegna che ad un eccesso della domanda interna (consumi pubblici e privati + investimenti pubblici e privati) rispetto al potenziale dell'offerta interna di ciascun Paese corrisponde un deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. L'opposto si verifica nel caso in cui la domanda interna si dimostri insufficiente.

¹ Essa è data dalla spesa pubblica finanziata da risorse nazionali esclusa la spesa per interessi, la spesa ciclica per la disoccupazione, le spese finanziate da sovvenzioni UE e tenendo conto dell'impatto finanziario delle misure discrezionali sul lato delle entrate.

Prima della nascita dell'euro queste differenze si riflettevano sul valore del cambio delle singole monete, costrette a svalutarsi o rivalutarsi a seconda del deficit o del surplus delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Movimenti che, a loro volta agivano in senso stabilizzatore. Chi svalutava vedeva crescere il reddito grazie ad un aumento delle esportazioni ed una compressione delle importazioni. Ed il maggior reddito a disposizione contribuiva ad un rilancio della domanda interna, modificando i precedenti rapporti. Il contrario capitava in caso di rivalutazione della moneta. All'indomani della crisi dello SME (Sistema monetario europeo) l'evidenza empirica di questo modello è ancora oggi perfettamente visibile nella situazione italiana. La svalutazione della lira, dopo il 1990, consentì, infatti, di avere un tasso di crescita particolarmente elevato. Che non troverà più riscontro negli anni successivi.

Con la nascita dell'euro e la relativa fissità del cambio, a livello di singolo Stato, lo schema descritto subiva una modifica profonda che può essere, almeno in parte spiegata, con il modello "Mundell – Fleming" e la loro idea di "impossibile trinity". Vale a dire l'impossibilità di avere una simultanea coesistenza di tre elementi: perfetta mobilità dei capitali, regime di cambi fissi e autonomia nella politica monetaria. Condizioni che ricorrono nel caso europeo in cui la politica monetaria non solo è indipendente, ma decisa in relazione ai più complessivi equilibri dell'Eurozona. Per il singolo Stato, a sua volta, il cambio è fisso nei rapporti commerciali infra Eurozona, variabile nei confronti del Resto del mondo (compresi gli altri Paesi dell'UE), ma comunque determinato da variabili sottratte alla disponibilità dei singoli Stati. Visto che il valore dell'euro è stabilito dai rapporti intercorrenti tra le grandi aree monetarie del Pianeta. In questa situazione l'equilibrio tra i singoli partner dell'Eurozona può essere garantito solo dal movimento dei capitali.

Dalla nascita dell'euro, l'Eurozona ha conosciuto tre distinti cicli economici: il primo dal 2001 al 2011, dopo lo spartiacque della FGC (*Lehman Brother e Subprime*): il secondo dal 2012 al 2019 l'anno prima il nuovo shock rappresentato dal diffondersi del Covid ed infine dal 2020 il periodo più recente colmo di incertezze. Mario Draghi, nel suo intervento a Cambridge, ha così sintetizzato questa complessa evoluzione. Per il primo decennio dell'euro, "i mercati hanno visto gli emittenti sovrani dell'Eurozona come sostanzialmente intercambiabili, con lo spread sulle obbligazioni italiane che si avvicinava, entro pochi punti base, a quello tedesco. E gli stabilizzatori fiscali nazionali sono stati in grado di operare in modo relativamente libero di fronte a choc economici moderati, come dopo l'11 settembre e dopo il crollo della bolla delle dotcom." Sennonché "di fronte a uno choc molto grande dopo il fallimento della *Lehman*, i deficit sono aumentati a dismisura." Per cui "temendo diffusi *default*, anche i creditori privati sono stati salvati dai governi, spingendo i debiti pubblici più vicino a livelli che non potevano essere sostenuti dai soli trasferimenti impliciti." In un primo momento i Governi sono intervenuti con fondi pubblici, come l'EFSF (*European Financial Stability Facility*). "Ma poi i leader dell'Ue hanno annunciato alla fine del 2010 che i futuri salvataggi sarebbero stati soggetti alla ristrutturazione del debito sovrano: il cosiddetto 'accordo di Deauville'. In un istante, questo ha interrotto i trasferimenti impliciti e ha iniettato il rischio di credito in tutti i bond sovrani europei."

Nello schema precedentemente indicato i "trasferimenti impliciti" – quindi i movimenti di capitali nella terminologia di Mundell – Fleming – avevano consentito alla BCE di continuare nella sua politica monetaria, ed ai tassi di cambio tra i singoli Stati di rimanere stabili. Senza costringere, in altre parole, lo Stato più fragile (forte deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti ed elevato indebitamento nei confronti degli altri Paesi) a dover uscire dall'euro. Il processo era stato facilitato dal fatto che le risorse a disposizione dell'Eurozona erano tali da poter garantire, senza patema d'animo, i relativi trasferimenti. Ancora nel 2011 quattro Paesi in credito (Austria, Estonia, Germany e Netherlands), in termini di *Net Lending/Borrowing (currentt and capital account)*² avevano totalizzato crediti per oltre 232 miliardi di euro (dati Eurostat) in grado

² L'accreditamento/indebitamento netto di un paese corrisponde alla somma dei saldi totali dei conti correnti e dei conti capitali nella bilancia dei pagamenti. Rappresenta le risorse nette che l'economia totale mette a disposizione del resto del mondo (se è positivo) o riceve dal resto del mondo (se è negativo). In altre parole, quando la variabile è positiva (nel senso che indica una capacità di finanziamento), si dovrebbe chiamare accreditato netto (+); quando è negativo (nel senso che indica un fabbisogno di finanziamento),

non solo di finanziare il resto dell'Eurozona: i cui debiti erano appena superiori a 103 miliardi. Ma di destinare oltre la metà di quel surplus nelle operazioni di trading verso il Resto del mondo. Caratteristica questa prevalente per Germania ed Olanda che, insieme, cumulavano il 97 per cento dell'avanzo complessivo.

In questo sistema di relazioni ciascun Paese trovava una sua convenienza. I Paesi finanziati non erano stati costretti a politiche più stringenti. I Paesi finanziatori, a loro volta, avevano un duplice vantaggio: quello finanziario, dovuto al ritorno dei loro investimenti esteri, sia nella forma di investimenti diretti che di portafoglio. Ma il secondo, ancora più importante, era un implicito vantaggio competitivo, rappresentato dall'uso di un tasso di cambio svalutato rispetto al potenziale delle proprie economie. L'esatto contrario di quanto avveniva per i Paesi finanziati. In altre parole l'uso della moneta unica si accompagnava ad un vantaggio/svantaggio competitivo a seconda che l'economia del singolo Stato si trovasse con un surplus/deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. A loro volta regolatore principe nei rapporti di credito e di debito.

L'Italia di quegli anni fu interamente dominata da quel meccanismo. Con quali vantaggi? "Dal 2008 – si può leggere nelle Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco³ del maggio 2017 - l'incremento del rapporto tra debito e PIL è stato essenzialmente determinato dalla dinamica sfavorevole di quest'ultimo. - Se il prodotto fosse cresciuto in termini reali al tasso medio, pur contenuto, degli anni compresi tra l'avvio dell'Unione economica e monetaria e l'inizio della crisi finanziaria e se l'aumento del deflatore fosse stato in linea con l'obiettivo di inflazione della BCE, per il solo effetto di un denominatore più elevato il rapporto tra debito e prodotto sarebbe oggi analogo a quello del 2007."

All'indomani del 2011, per effetto della GFC, i parametri della politica fiscale e di quella monetaria cambiarono rapidamente. La prima divenne più stringente, a seguito dell'approvazione del *Six-pack* e del Trattato sul *Fiscal Compact*, quella monetaria fortemente espansiva con il ricorso a misure di carattere non convenzionale (dal *quantitative easing* al *pay-back* dei titoli del debito). Misure che rischiarono di elidersi a vicenda. Il segno finale prevalente di quelle politiche fu comunque di carattere deflattivo. E, infatti, il saldo delle partite delle partite correnti della bilancia dei pagamenti dell'Eurozona subì un forte miglioramento che si riflesse sui *current and capital account*. Nel 2019, alla vigilia del secondo shock esogeno (Covid), l'attivo complessivo dei *current and capital account* dell'Eurozona si portò su una soglia pari a 322 miliardi (quasi 100 in più rispetto al 2011). Ma ciò che fu ancora più stupefacente, il comportamento dei singoli Stati membri. Che, in larga maggioranza, eliminarono le passività annuali per trasformarsi, a loro volta, in creditori. Uniche eccezioni: Cipro, Finlandia, Grecia, Irlanda (ma in questo caso il dato è poco significativo a causa della massiccia presenza di multinazionali) e Slovacchia.

L'Italia si inserì completamente in questo processo. Nel 2011 i suoi andicap, con un debito lordo pari al 119,7% ed un indebitamento del 3,6%, non erano solo di natura finanziaria. Le partite correnti della sua bilancia dei pagamenti avevano subito un progressivo peggioramento, ch'era iniziato con la nascita dell'euro. Nel 2010 il deficit era risultato pari al 3,3% del Pil. Sole leggermente meglio (-2,8%) l'anno successivo. A sua volta i NIIP,⁴

dovrebbe essere chiamato indebitamento netto (-). L'accreditamento (+) o l'indebitamento netto (-) dell'economia totale è uguale ma di segno opposto all'indebitamento netto (-) o all'accreditamento (+) del resto del mondo. L'indicatore del quadro di valutazione MIP è espresso in percentuale del PIL e in milioni di valuta nazionale e calcolato come: $(CAB+CAK)*100/PIL$. L'indicatore si basa sui dati della bilancia dei pagamenti comunicati a Eurostat dagli Stati membri dell'UE. Le definizioni si basano sul sesto manuale della bilancia dei pagamenti del FMI (BPM6)

³ Banca d'Italia 31 maggio 2017 pag. 10

⁴ La posizione patrimoniale sull'estero (IIP) è una dichiarazione statistica che mostra in un dato momento il valore e la composizione delle attività finanziarie dei residenti di un'economia che sono crediti verso non residenti e lingotti d'oro detenuti come attività di riserva e passività dei residenti di un'economia ai non residenti. La differenza tra le attività e le passività finanziarie esterne di un'economia è la IIP netta dell'economia (NIIP), che può essere positiva o negativa. La NIIP fornisce una visione aggregata della

vale a dire la posizione patrimoniale netta (in pratica lo stock dei debiti esteri accumulati) aveva raggiunto un valore pari al 18,2% del Pil, migliorando leggermente il saldo negativo (-22,3%) dei due anni precedenti. Le politiche di austerità che si svilupparono a partire dal 2012/13 consentirono di far fronte a questi problemi, anche se non contribuirono al miglioramento del rapporto debito/Pil che, proprio a causa della stretta fiscale, destinata a comprimere il denominatore (anche a causa di un tasso d'inflazione più contenuto rispetto ai livelli medi dell'Eurozona), raggiunse un valore pari nel 2019 al 134,5%. Nonostante l'indebitamento fosse stato in tutto il periodo considerato inferiore al 3%.

Dove invece i miglioramenti risultarono straordinari fu proprio sul fronte dei rapporti con l'estero. A dimostrazione della forte resilienza del suo sistema economico. Nel 2013 il deficit delle partite correnti era stato già eliminato, grazie ad una crescita costata del surplus che, nel 2020, aveva raggiunto il 3,9% del Pil, per poi declinare a seguito di una congiuntura particolarmente difficile, dovuta soprattutto al forte rincaro dei prezzi dell'energia, a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Nel 2023, secondo gli ultimi dati di Eurostat i NIIP avevano raggiunto un valore positivo pari al 7,4% del Pil. Da Paese debitore, com'era nel 2011, si era trasformata in un Paese creditore nei confronti dell'estero. Collocandosi, per i volumi, al quarto posto dopo la Germania, l'Olanda ed il Belgio. Per capire l'importanza di una simile svolta, basta fare un confronto con la Francia, che presenta, nel 2023, ancora NIIP negativi pari al 29,4% del Pil o della Spagna (meno 52,8%).

Il percorso di risanamento dell'Italia si svolse con un ritardo minimo rispetto alla media dell'Eurozona. Fu tuttavia più intenso come mostra il grafico 2. Il passaggio in territorio positivo si verificò infatti nel 2021, mentre quello dell'Eurozona era avvenuto due anni prima. Nel primo caso si era passati da uno sbilancio negativo di 379 miliardi del 2013 ad un valore positivo di 155, dieci anni dopo. Per l'Eurozona, invece, da meno 1.700 miliardi nel 2004 ad uno positivo, nel 2023, di 1.570 miliardi. Risorse che, non trovando convenienza nell'investimento interno, avevano progressivamente preso la via dell'estero. Problema che Enrico Letta, nel suo rapporto sulle caratteristiche del mercato interno ha così focalizzato, stigmatizzando il fatto che "300 miliardi di euro di risparmi delle famiglie europee" defluiscono, ogni anno, "dai mercati europei" dirigendosi "all'estero principalmente verso l'economia americana, a causa della frammentazione dei nostri mercati finanziari".⁵ Ma bisogna subito aggiungere, nonché di politiche tendenzialmente deflattive e contraddittorie nel loro modo di operare. In passato, a volte, il problema delle cosiddette "fughe di capitale" veniva affrontato ponendo limiti ai loro movimenti. Scelta oggi impensabile. Tuttavia il problema rimane e, in qualche modo, va affrontato e risolto.

Una delle possibili ipotesi potrebbe essere quella di accelerare sul fronte della creazione di quel "safe asset" europeo, rappresentato da un titolo a rischio zero. Quindi capace di attirare quei risparmi che oggi prendono la via dell'estero alla ricerca di un lido, solo in apparenza, più sicuro. Ed invece capace di riservare amare sorprese. Una specie di *eurobond*, ma con caratteristiche diverse da quelle ipotizzate in passato, che dovrebbe convenire soprattutto ai Paesi in credito nei confronti del Resto del mondo, garantendo loro un minor rischio per i relativi investimenti. Costruzione che tuttavia richiede di accelerare le procedure per giungere all'Unione bancaria, vincendo le resistenze, specie per quanto riguarda l'assicurazione dei depositi, che ne hanno finora impedito l'attuazione. A dimostrazione che nella politica europea tutto si tiene. Nel senso che le Nuove regole sul Patto di stabilità non possono essere separate da un più generale contesto. Pena una perdita di potenza ed il rischio di incorrere nei fenomeni tipici dell'eterogeneità dei fini.

posizione finanziaria netta (attività meno passività) di un paese rispetto al resto del mondo. L'indicatore del quadro di valutazione della PSM è espresso in percentuale del PIL e si basa sulle statistiche della bilancia dei pagamenti (BdP). A partire dall'ottobre 2014 le definizioni si basano sulla sesta edizione del Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero (BPM6) dell'FMI.

⁵ Much more than a Market, pag. 11

Se si considera quest'ultimo aspetto, il puzzle delle politiche europee si complica notevolmente. Nelle pratiche di bilancio bisognerà fare in modo che le stesse siano coerenti con il contesto finanziario di carattere più generale. Tanto più se si considerano le esigenze legate alla nuova politica europea (dal *green deal* alla difesa, passando per la riconversione produttiva ed il digitale con i suoi sviluppi sul fronte dell'IA (intelligenza artificiale)). Impegni che, secondo le valutazioni di Mario Draghi, richiederanno investimenti aggiuntivi pari a 500 miliardi l'anno. Senza dimenticare, tra l'altro, la spinta competitiva che proviene dalle altre aree monetarie. Degli Stati Uniti in particolare che con l'IRA *Inflation Reduction Act* rischiano di spiazzare ulteriormente il Vecchio Continente.

In uno dei tanti documenti che hanno caratterizzato il *green deal* è detto, con una certa solennità, che "l'UE sarà il primo continente a raggiungere un bilancio netto di emissioni a zero." Per far sì che "i nostri ambiziosi obiettivi" siano "un modello per gli altri." C'è un giusto orgoglio nel rivendicare una posizione di primazia. Ma poi bisogna essere conseguenti, altrimenti si rischia solo di fare demagogia. Già nel 2000 il Consiglio europeo, nel proporre la "Strategia di Lisbona" aveva lanciato un programma che mirava "a fare dell'Unione europea l'economia più competitiva e dinamica al mondo". Difficile sostenere che questi traguardi siano stati raggiunti. Sarebbe, pertanto, opportuno moderare l'enfasi, ma soprattutto non ripetere lo stesso errore: individuando con chiarezza obiettivi realistici e ricercando le risorse necessarie da impiegare per il loro conseguimento.

MIP – Macroeconomic
imbalance procedure

Tables by year -Headline indicators

Year	Indicator	Unit	Thresholds
External imbalances and competitiveness	Current account balance - % of GDP	% of GDP	-4%/+6%
	Net international investment position	3 years % change	-35%
	Real effective exchange rate (42 trading partners, HICP deflator)	3 years % change	±5% (EA) ±11% (Non-EA)
	Export market share (% of world exports)	5 years % change	-6%
External imbalances and competitiveness	Nominal unit labor cost index (2015=100)	3 years % change	+9% (EA) +12% (Non-EA)
	House price index (2015=100), deflated	1 year % change	+6%
	Private sector credit flow, consolidated	% of GDP	+14%
	Private sector debt, consolidated	% of GDP	+133%
	General government gross debt	% of GDP	+60%
	Unemployment rate	3 years average	+10%
Employment indicators ¹	Total financial sector liabilities, non-consolidated	1 years % change	+16.5%
	Activity rate (% of total population aged 15-64)	3 years change in pp	-0.2 pp
	Long-term unemployment rate (% of active population aged 15-74)	3 years change in pp	+0.5 pp
	Youth unemployment rate (% of active population aged 15-24)	3 years change in pp	+2 pp

Auxiliary indicators used in the economic reading of the MIP scoreboard

	Indicator	Unit
Year	Real GDP	1 year % change
	Gross fixed capital formation	% of GDP
	Gross domestic expenditure on R&D	% of GDP
	Current plus capital account (Net lending-borrowing)	% of GDP
	Net international investment position excluding non- defaultable instruments	% of GDP
	Direct investment liabilities – flows	% of GDP
	Direct investment liabilities – stocks	% of GDP
	Net trade balance of energy products	% of GDP
	Real effective exchange rates – euro area trading partners	3 years % change
	Export performance against advanced economies	5 years % change
	Terms of trade	5 years % change
	Export market share - in volume	1 years % change
	Labor productivity	1 years % change
	Gross non-performing loans of domestic and foreign entities	% of gross loans
	Unit labor cost performance relative to euro area	10 years % change
	House price index (2015=100) - nominal	3 years % change
	Residential construction	% of GDP
	Household debt, consolidated (incl. NPISH)	% of GDP
	Consolidated banking leverage, domestic and foreign entities	Total asset/ total equity
	Employment	1 year % change
	Activity rate	% of total population aged 15-64
	Long term unemployment rate	% of active population aged 15-74
	Youth unemployment rate	% of active population aged 15-24
	Young people neither in employment nor in education and training	% of total population aged 15-24
	People at risk of poverty or social exclusion	% of total population
	People at risk of poverty after social transfers	% of total population
	Severely materially and socially deprived people	% of total population
	People living in households with very low work intensity	% of total population aged 0-64

Grafico 1

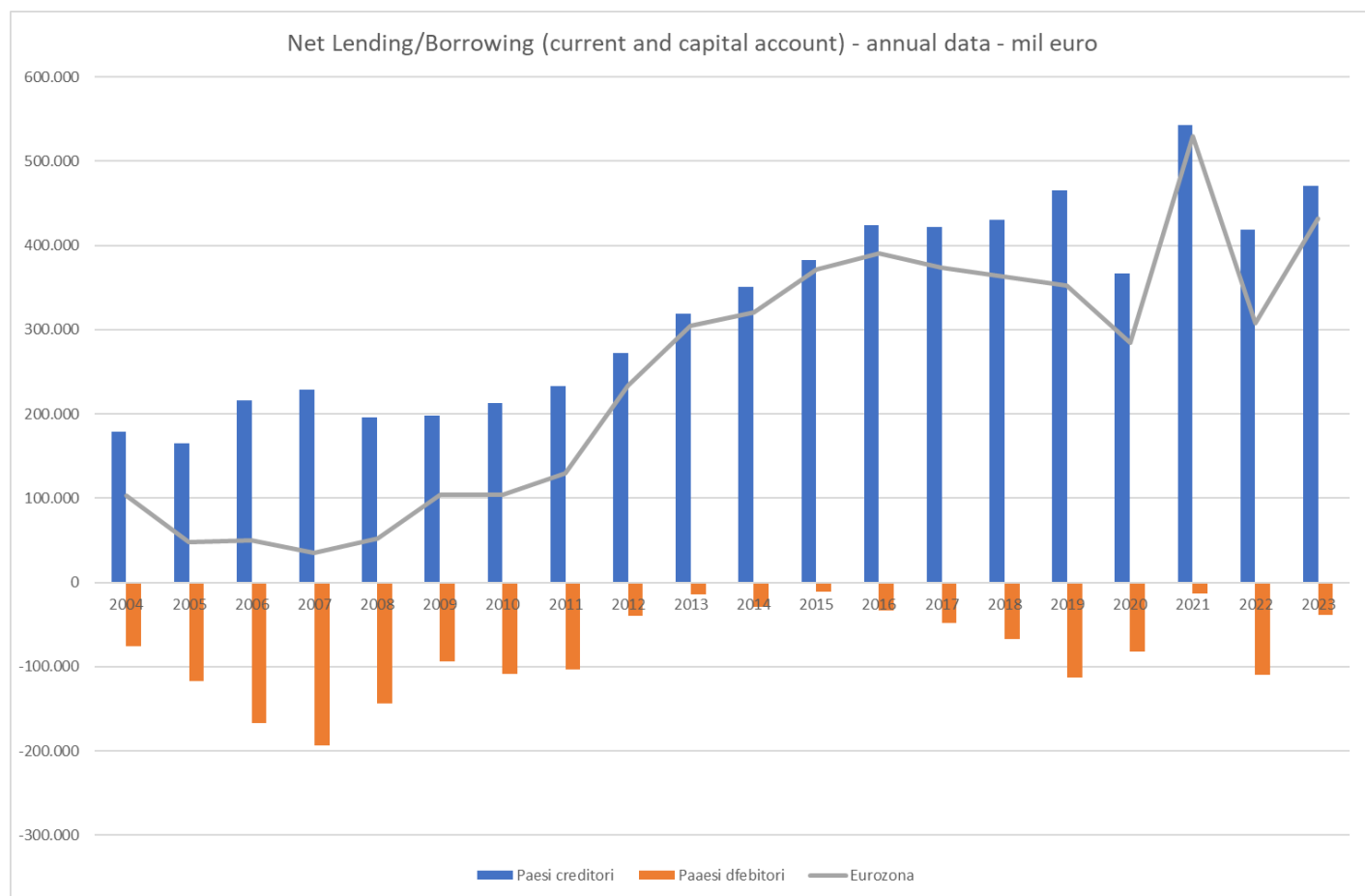


Grafico n.2

