



CONFINDUSTRIA
Centro Studi



DOVE VA
L'ECONOMIA ITALIANA
E
UNA PROPOSTA
PER L'EUROZONA

Giugno 2018



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

DOVE VA
L'ECONOMIA ITALIANA
E
UNA PROPOSTA
PER L'EUROZONA

Giugno 2018

In copertina disegno di Domenico Rosa.

Il Rapporto è stato coordinato da Andrea Montanino e Ciro Rapacciuolo.

I principali autori sono: Tullio Buccellato, Alberto Caruso, Alessandro Fontana, Teresa Gargiulo, Francesca Mazzolari, Matteo Pignatti, Massimo Rodà, Lorena Scaperrotta, Francesca Sica (Centro Studi Confindustria), Francesco Saraceno (OFCE Sciences-Po), Mauro Sylos Labini (Università di Pisa), Pasquale Capretta.

Hanno contribuito inoltre: Michelangelo Quaglia, Cristina Pensa (Centro Studi Confindustria), Eleonora Fanfoni, Pietro Mambriani (area Affari Europei di Confindustria). Il lavoro si è avvalso dei preziosi suggerimenti di Massimo Bordignon (Università Cattolica del Sacro Cuore).

L'editing è stato curato da Gianluca Gallo (Centro Studi Confindustria).

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 22 giugno 2018.

Per commenti scrivere a: a.montanino@confindustria.it

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

INDICE

Sintesi e principali conclusioni	pag. 5
1. Le previsioni per l'economia italiana.....	» 13
1.1 Il Prodotto interno lordo e le sue componenti	» 13
1.2 Occupazione	» 22
1.3 Retribuzioni e inflazione	» 27
1.4 Finanza pubblica	» 30
1.5 Fattori di competitività	» 37
1.6 Scenari alternativi per le aliquote IVA	» 39
1.7 Lo scenario internazionale	» 42
2. Come e perché rafforzare l'Eurozona	» 55
2.1 Introduzione	» 55
2.2 Stabilizzazione del ciclo nell'Eurozona	» 59
2.3 Piano di investimenti dell'Eurozona	» 73
2.4 Salvataggi degli Stati membri	» 85
2.5 Come finanziare le nuove funzioni europee?	» 92
2.6 <i>Governance</i> economica europea: come rafforzarla istituendo un ministro degli affari economici europeo	» 102
2.7 Banche e titoli sovrani: se non si spezza il " <i>doom loop</i> " non si va avanti sulla riforma	» 108

BOX

N. 1 - Consumi, reddito e risparmio durante la crisi. Come sono cambiate le abitudini di spesa?	pag. 17
N. 2 - È in atto un aumento della precarietà?	» 25
N. 3 - Come sono state coperte le clausola di salvaguardia?	» 34
N. 4 - Il rischio di un' <i>escalation</i> protezionistica	» 52
N. 5 - La zona euro è un'area valutaria ottimale?	» 62
N. 6 - Gli investimenti federali USA e l' <i>American Recovery and Reinvestment Act</i> del 2009	» 79
N. 7 - La nascita del debito federale USA. Quali lezioni per l'Eurozona oggi?	» 114
N. 8 - Italia coprotagonista in Europa	» 116

SINTESI E PRINCIPALI CONCLUSIONI

L'Italia cresce, ma troppo poco Lo scenario del CSC prevede un **rallentamento dell'economia italiana** nel biennio 2018-2019, anticipato e più ampio rispetto alle stime del dicembre 2017. Il tasso di crescita del PIL è previsto attestarsi quest'anno all'1,3 per cento in termini reali (dall'1,5 per cento del 2017) e decelererà ulteriormente all'1,1 per cento nel 2019 (Tabella A).

Tale profilo si pone su un sentiero meno dinamico rispetto a quello ufficiale contenuto nel Documento di Economia e Finanza presentato dal Governo ad aprile.

Pesa il rallentamento della domanda estera e l'esaurirsi del ciclo positivo degli investimenti a livello nazionale, legati entrambi al clima di incertezza sia sul fronte internazionale che interno. Gioca poi, in tutti e due i casi, un aggiustamento fisiologico rispetto ai forti incrementi registrati negli anni più recenti.

➤ **Export.** La **crescita globale** resta ancora significativa nel biennio di previsione, nonostante l'export mondiale abbia rallentato nei primi mesi del 2018. Non siamo alla fine del ciclo di espansione internazionale. Scambi e PIL mondiali si assestano in quello che viene definito il *new normal*, con i primi che crescono meno dell'elevata media pre-crisi e il secondo che registra invece una dinamica intorno ai valori di lungo periodo.

Vi sono però dei **rischi al ribasso** per la dinamica degli scambi globali, legati a i) un'eventuale *escalation* protezionistica tra USA e principali partner (Cina, ma anche Europa); ii) un inasprimento delle tensioni geopolitiche, che alimenti il clima di incertezza; e (iii) un peggioramento delle turbolenze finanziarie dei mercati emergenti, sulla scia dei rialzi dei tassi americani.

Nello scenario del CSC si opera una forte revisione al ribasso della previsione per il 2018 sull'**export italiano** di beni e servizi (che pesa circa il 32 per cento sul PIL), dopo il marcato incremento nel 2017. Le esportazioni aumenteranno meno della domanda mondiale nel 2018-2019, per la prima volta dal 2013. Il Paese tornerà, dunque, a perdere quote di mercato.

Tabella A

Le previsioni del CSC per l'Italia				
(Variazioni % e diff. rispetto a previsioni CSC dicembre 2017)				
	2017	2018	2019	
Prodotto interno lordo	1,5 (0,0)	1,3 (-0,2)	1,1 (-0,1)	
Esportazioni di beni e servizi	5,4 (0,2)	2,7 (-1,5)	3,9 (0,2)	
Tasso di disoccupazione ¹	11,2 (-0,1)	10,9 (0,0)	10,6 (0,1)	
Prezzi al consumo	1,2 (0,0)	1,0 (0,0)	1,3 (0,0)	
Indebitamento della PA ²	2,3 (0,2)	1,9 (0,2)	1,4 (-0,5)	
Debito della PA ²	131,8 (0,2)	131,6 (1,1)	130,7 (1,1)	

¹ Valori percentuali, ² in percentuale del PIL.

A dicembre 2017 lo scenario incorporava la sterilizzazione a deficit della clausola di salvaguardia.

Fonte: elaborazioni e stime CSC.

L'export ha registrato una caduta nel 1° trimestre 2018. Sono andate male le vendite in specifici paesi extra-area. Ha pesato, anzitutto, il rafforzamento del cambio dell'euro nel 2017 e nei primi mesi del 2018. Inoltre, si sono indeboliti gli scambi esteri di tutti i paesi europei e tale rallentamento penalizza in modo particolare l'export italiano in tutto il biennio di previsione, data la specializzazione in beni semilavorati e strumentali che rispondono più rapidamente a variazioni del ciclo. Comunque, l'andamento dell'export va valutato su un periodo più lungo, data la normale volatilità degli scambi e considerato che nel 2017 l'espansione è stata molto sostenuta.

- **Investimenti privati.** Per gli investimenti (circa il 16 per cento del PIL) va esaurendosi la fase espansiva. Sono frenati dall'avvicinarsi a una situazione di *overcapacity* e dalla fine degli incentivi fiscali nel 2019. Nel primo trimestre 2018 hanno registrato una forte contrazione, legata soprattutto alle incertezze nazionali che hanno accompagnato la fase elettorale, e a quelle internazionali alimentate dalle politiche commerciali dell'amministrazione Trump. La contrazione a inizio 2018 determina una revisione al ribasso significativa della crescita in media d'anno, rispetto alle stime di dicembre.

Lo scenario CSC assume che il calo sia temporaneo e prevede una pronta ripartenza degli acquisti di beni strumentali, seppure a un ritmo più lento rispetto allo scorso anno: la crescita elevata del 2017 è difficilmente ripetibile quest'anno e il prossimo.

I **margini** delle imprese industriali nei primi mesi del 2018 si sono mantenuti stabili sui valori raggiunti nel 2016, oltre i livelli pre-crisi. Ciò tiene elevate le possibilità di autofinanziamento delle aziende. Il **credito** bancario cresce poco e fornisce uno scarso supporto agli investimenti delle imprese. Il costo, comunque, resterà ai minimi ancora per oltre un anno.

La BCE, infatti, ha appena chiarito la sequenza della normalizzazione monetaria, secondo il *timing* atteso dal CSC. Gli acquisti netti di titoli pubblici e privati dovrebbero terminare a fine 2018, i tassi ufficiali dovrebbero iniziare a risalire dallo zero verso fine 2019, dopo quasi quattro anni. Francoforte si è lasciata qualche margine di flessibilità, in base ai dati in uscita nei prossimi mesi.

- **Consumi delle famiglie.** Anche la dinamica dei consumi delle famiglie è vista in frenata nel biennio di previsione, come già nello scenario di dicembre; nel prossimo anno, in particolare, pesa l'andamento debole del reddito disponibile. La revisione al ribasso della dinamica dei consumi, in entrambi gli anni, è però marginale: trattandosi della componente più ampia del PIL (60 per cento), ciò contiene la limatura della crescita complessiva.

Il reddito delle famiglie è alimentato, ma in modo decrescente, dall'aumento dell'occupazione. Il **lavoro** (calcolato sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) cresce meno del PIL, ad un ritmo sotto il +1,0 per cento già nel 2017 e ancor più lentamente nel biennio di previsione. Il numero di persone occupate è in aumento soprattutto nei servizi, mentre nell'industria si allungano anche gli orari di lavoro. Nel 2017 e nei primi 5 mesi del 2018 il lavoro a tempo indeterminato ha smesso di crescere, mentre quello a termine ha registrato un'ulteriore impennata, trainando la risalita dell'occupazione dipendente; vi sono troppi

altri fattori in gioco, comunque, per preoccuparsi, per ora, che sia in atto un aumento strutturale della precarietà del lavoro.

La dinamica delle **retribuzioni**, nello scenario CSC, si rafforzerà nel 2018-2019 rispetto ai valori molto bassi del 2016-2017, spinta in prima battuta dai recenti rinnovi nel pubblico impiego. L'anno prossimo l'accelerazione dovrebbe trasferirsi anche al settore privato, sulla scia della risalita dell'inflazione, che rimarrà comunque molto lontana dall'obiettivo della BCE. Le retribuzioni calcolate in termini reali, però, arretreranno nel biennio 2018-2019, come già nel 2017, erodendo in parte i guadagni degli anni precedenti, particolarmente ampi nel settore privato.

Come risultato di questi andamenti attesi di occupazione e retribuzioni, il **reddito disponibile** in termini reali cresce a un buon ritmo quest'anno, ma rallenta in misura marcata nel prossimo. Perciò, la lenta espansione dei consumi nel 2019 è anche fragile, legata all'ipotesi di un nuovo assottigliamento del tasso di risparmio, già di molto eroso durante la crisi. Un supporto importante ai consumi delle famiglie viene tuttavia dal credito bancario, che si espande in misura significativa e con costi molto bassi.

- **Investimenti e consumi pubblici.** Non aiuta la crescita del prodotto anche la dinamica di investimenti e consumi pubblici (pari al 21 per cento del PIL). Gli investimenti pubblici quest'anno continueranno a scendere in termini nominali (-12,5 per cento), per recuperare in minima parte nel 2019. I consumi pubblici saliranno quest'anno al 17,8 per cento del PIL (dal 17,7 per cento), spinti dai rinnovi contrattuali e dal pagamento degli arretrati, per poi scendere al 17,4 per cento l'anno prossimo.

Conti pubblici in lento miglioramento La dinamica meno favorevole del PIL si ripercuote sui conti pubblici. Molto dipenderà dal modo in cui verranno trattate le clausole di salvaguardia IVA e dalle scelte di politica economica rispetto al Contratto di governo, l'accordo sottoscritto dai partiti che compongono l'attuale maggioranza parlamentare. La risoluzione di maggioranza al Documento di Economia e Finanza auspica la sterilizzazione della clausola IVA, l'attuazione di alcune misure espansive e il rispetto dei vincoli di finanza pubblica. Non è chiaro come le due cose verranno conciliate.

Su questo, verremo giudicati dagli operatori finanziari che acquistano il nostro debito, sia quello sovrano che quello delle grandi aziende private. Dalle reazioni registrate sui mercati nelle settimane di formazione del Governo, è evidente come l'Italia venga vista come un elemento di potenziale instabilità mondiale. L'attenzione degli operatori è alta, anche e soprattutto per le ripercussioni che un aumento del costo del finanziamento in Italia avrebbe su altri paesi dell'Eurozona (Portogallo, Spagna e Grecia, prevalentemente) e dunque sulla tenuta nel lungo periodo della stessa area valutaria.

Lo spread tra il rendimento sovrano dell'Italia e quello della Germania è rientrato a metà giugno sotto i 220 punti base (pb) sui titoli decennali, da un picco di 283 a fine maggio. Resta, comunque, di circa 80 pb più elevato rispetto ai valori medi registrati nei primi 4 mesi del 2018 (quando era a 138 pb). L'ampliamento dello spread italiano a maggio ha trascinato al rialzo anche quelli dei paesi europei della cosiddetta "periferia". A giugno si è poi registrato un par-

ziale rientro di tali spread, in parallelo all'andamento di quello italiano. Rispetto ai primi 4 mesi, la Spagna si è quasi riallineata (+5 pb), mentre resta un ampliamento in Portogallo (+24) e in Grecia (+45). E' evidente il contagio del rischio Italia all'Europa.

Per il rendimento dei titoli sovrani, l'ipotesi dello scenario CSC è che nel 2018-2019 si abbia un piccolo rialzo legato alla fine del *Quantitative Easing* ma che le turbolenze registrate sui mercati nelle settimane precedenti la formazione del nuovo Governo rientrino e non incidano in modo anomalo sul costo del finanziamento. La spesa per interessi pubblici continuerà a diminuire di qualche decimo di PIL, come conseguenza della sostituzione di vecchi titoli che pagavano rendimenti elevati con nuovi bond emessi a tassi comunque più bassi.

Tale normalizzazione consegue dal nostro scenario, che assume la sterilizzazione della **clausola di salvaguardia IVA**, compensata però dall'eliminazione di alcune agevolazioni fiscali sulle imposte dirette e da altre entrate in conto capitale. Non vi è dunque nello scenario di base un finanziamento in deficit, come invece ampiamente avvenuto in passato. A partire dal 2012, poco meno del 40 per cento del mancato aumento IVA è stato coperto attraverso la negoziazione di margini di flessibilità sul bilancio pubblico con Bruxelles. Tale approccio è stato particolarmente marcato nell'ultimo triennio (tre quarti del mancato aumento IVA coperto a deficit).

Sotto queste assunzioni, il **deficit pubblico** resta su un sentiero di lenta discesa, dal 2,3 per cento del PIL nel 2017 all'1,9 per cento quest'anno e all'1,4 per cento nel prossimo.

Il rapporto **debito pubblico/PIL** è in leggera diminuzione, al 131,6 per cento nel 2018 (dal 131,8 per cento nel 2017) e al 130,7 per cento nel 2019. Si tratta di un livello ancora molto alto, frutto anche del risanamento solo parziale dei conti pubblici avvenuto negli ultimi tre anni di ripresa economica. Tra il 2014 e il 2017 l'Italia è stato uno dei pochissimi paesi europei che non ha ridotto il rapporto tra debito pubblico e PIL. Oggi, rischia di dover affrontare il rallentamento dell'economia globale e nazionale senza aver messo in piena sicurezza i conti pubblici.

Nel definire la politica economica in vista della Legge di Bilancio, va evidenziato che gli spazi di manovra per l'Italia concessi dalle regole europee sembrano molto limitati. Al contrario, quest'anno è dubbio il rispetto del Patto di Stabilità e Crescita con i numeri presentati nel DEF ed è plausibile la richiesta di una manovra correttiva in corso d'anno.

Nello scenario previsivo del DEF, se si dovesse rispettare pienamente il percorso verso il pareggio di bilancio, per il 2018 sarebbe necessaria una correzione strutturale dei conti pubblici di 0,2 punti di PIL (circa 3,5 miliardi di euro) in corso d'anno, che farebbe scendere il deficit all'1,4 per cento del PIL. Infatti, secondo le regole, la correzione sarebbe dovuta essere di 0,6 punti di PIL e la Commissione europea aveva accettato a fine 2017 che scendesse a 0,3 punti; ma nel DEF di aprile scorso la riduzione del saldo strutturale è di soli 0,1 punti di PIL. Nello scenario previsivo CSC, peggiore di quello del DEF, la correzione richiesta salirebbe a 0,5 punti di PIL, pari a poco meno di 9 miliardi.

Nel 2019, la correzione dovrebbe essere di 0,6 punti di PIL (quasi 11 miliardi). Includendo l'aumento delle imposte indirette previsto dalla clausola di salvaguardia, la regola sul saldo strutturale sarebbe più che rispettata. Ma non sarebbe possibile usufruire di ulteriori spazi di

bilancio per finanziare in deficit la sterilizzazione anche solo parziale della clausola, né per implementare misure espansive.

Nel Rapporto presentiamo a puro scopo esemplificativo delle ipotesi alternative riguardo al trattamento della clausola di salvaguardia IVA. Il CSC ha stimato gli effetti su PIL e conti pubblici di varie ipotesi di copertura, evidenziando che il finanziamento a deficit avrebbe impatti negativi nel medio periodo su entrambi. Viceversa, un aumento dell'IVA utilizzato per finanziare investimenti pubblici addizionali alimenterebbe la crescita, riuscendo nel medio periodo ad accelerare la riduzione del debito in rapporto al PIL.

Va poi detto che lo scenario CSC non incorpora le varie misure di *policy* di cui si discute nel dibattito attuale, sulle quali c'è ancora un alto grado di incertezza. Nel Contratto di governo vengono indicate alcune priorità: riforma fiscale, con la riduzione del numero di aliquote (*flat tax*); riforma degli strumenti di sostegno al reddito per i meno abbienti (reddito di cittadinanza); superamento dell'ultima riforma delle pensioni.

Queste misure, potenzialmente, possono avere un impatto elevato sulle variabili macroeconomiche e sulla fiducia. Il successo di tali politiche espansive è legato all'ipotesi di elevati "moltiplicatori fiscali" e al mantenimento di un clima di fiducia positivo sul paese da parte degli investitori, nazionali e non. Molto dipenderà anche dal modo e dalla sequenza temporale con la quale verranno declinate. In particolare, bisogna collegare le varie misure per evitare effetti indesiderati e introdurle con gradualità, per testarne gli effetti sull'economia ed evitare impatti troppo negativi sui conti pubblici.

Più Europa, ma non "questa" Europa A fronte di uno scenario di crescita per l'Italia che si delinea più lenta del previsto a politiche invariate ed esposta agli effetti, incerti da prevedere, delle politiche economiche che saranno attuate dal nuovo Governo, risulta ancora più evidente come lo scacchiere su cui giocare la partita dello sviluppo italiano non possa essere solo quello domestico ma debba essere necessariamente quello europeo. L'Europa rappresenta un'opportunità per tutti i paesi membri, compresa l'Italia, per risolvere i problemi di bassa crescita, stabilizzazione delle fluttuazioni del ciclo, eventuali crisi di sfiducia e conseguente difficoltà di accesso ai mercati finanziari.

Nella consapevolezza che soltanto un rafforzamento dell'Eurozona, e non il suo abbandono, può generare ulteriore benessere, la seconda parte del Rapporto si focalizza su tre ambiti specifici dove l'integrazione europea dovrebbe aumentare: potenziamento della crescita, stabilizzazione ciclica, gestione delle crisi finanziarie dei paesi membri. L'approfondimento vuole essere un contributo di idee per la formazione di una proposta italiana di riforma della *governance* economica dell'Eurozona.

Le misure proposte sono ambiziose ma realizzabili. Lette insieme, delineano un progetto di maggiore integrazione europea ben bilanciato tra "carota" e "bastone", per superare la visione tedesca, al momento dominante nel dibattito europeo e causa dello stallo attuale, che prima di una maggiore condivisione del rischio ne richiede una riduzione, tramite maggior rigore da parte dei paesi più "indisciplinati".

La dichiarazione di intenti congiunta del Presidente francese Emmanuel Macron e del Cancelliere tedesco Angela Merkel del 19 giugno contiene alcuni passi avanti (bilancio dell'Eurozona che realizzi investimenti in innovazione e capitale umano, *backstop* per la risoluzione bancaria), ma lascia invariati diversi aspetti problematici (riduzione del rischio in ambito bancario, *governance* e *accountability* dell'ESM) o ne rimanda l'analisi (ampiezza del nuovo budget, stabilizzazione del ciclo, assicurazione comune dei depositi bancari).

Su questo si può innestare una proposta italiana, che ad oggi manca. Sugeriamo di muoversi lungo quattro principali direttrici:

1. In primo luogo, vanno chiusi i cantieri aperti, a partire dal **completamento dell'Unione bancaria e di quella dei capitali**, cruciali per avere finalmente mercati europei e non più "nazionali". Va risolto, in particolare, il problema degli elevati portafogli bancari di titoli sovrani nazionali, che sta bloccando il procedere della riforma dell'Eurozona. Questione che non va affrontata imponendo limiti controproducenti allo stock di titoli, ma perseguendo una maggiore diversificazione dei portafogli. Un risultato che si può ottenere emettendo dei nuovi titoli europei sintetici, basati sui bond nazionali, che le banche potrebbero acquistare.

Il completamento dell'Unione bancaria e di quella dei capitali è prioritario anche perché garantirebbe un aumento sostanziale della capacità di stabilizzazione tramite condivisione del rischio operata dai mercati.

D'altronde, anche negli Stati Uniti, dove la parte del leone nell'assorbire gli shock ciclici la fanno i mercati dei capitali e dove gli aggiustamenti di mercato sono ben più fluidi (per esempio tramite la mobilità del lavoro), la politica fiscale federale ha giocato un ruolo cruciale nella crisi. È dunque altrettanto importante che la zona euro si doti di una seconda gamba, un meccanismo di condivisione del rischio tramite la politica fiscale.

2. È necessario, quindi, creare uno **strumento europeo di stabilizzazione**, complementare a quelli nazionali, che finanzia o co-finanzia investimenti e/o sussidi di disoccupazione, a fronte di shock economici negativi che colpiscono uno o più paesi membri.

Per poter contrastare efficacemente anche shock simmetrici, lo strumento deve essere fondato su un nuovo **bilancio dell'Eurozona**, alimentato da risorse proprie europee e contributi nazionali, di ampiezza ben superiore alle ipotesi emerse nel dibattito (1 per cento del PIL dell'Area) e che si possa indebitare, tramite l'emissione di titoli sovranazionali.

3. Il nuovo bilancio dell'Area euro dovrebbe, inoltre, servire a finanziare un grande **piano europeo di investimenti**. L'Europa e i singoli paesi membri ne hanno bisogno, per colmare il gap accumulato durante la crisi e per accrescere il potenziale di crescita, evitando una marginalizzazione nei prossimi anni rispetto a giganti economici come gli USA e la Cina.

Questi investimenti dovrebbero essere concentrati in **infrastrutture, ricerca e sviluppo, formazione**. L'Europa si è già mossa, con il Piano Juncker e con Horizon 2020, ma non è abbastanza. Dai dati disponibili sembra che questi programmi non siano stati in grado di finanziare molti progetti addizionali, innovativi e rischiosi. Con un piano europeo di investimenti ben disegnato, sfruttando anche le risorse e le competenze della Banca Europea

degli Investimenti, si potrebbe inoltre potenziare il mercato unico, accrescere l'integrazione, superare il problema del *free riding* nel finanziamento dei beni pubblici europei.

Si agli **Eurobond** per la crescita e la stabilizzazione, no alla mutualizzazione dei debiti pubblici nazionali. Per essere d'impatto, gli Eurobond per la crescita dovrebbero rappresentare una emissione di almeno il 3 per cento del PIL dell'Eurozona.

L'accesso dei paesi ai fondi, però, dovrebbe essere subordinato al rispetto delle regole fiscali, per evitare azzardo morale. Inoltre, il trasferimento di parte della funzione di stabilizzazione del ciclo e del sostegno degli investimenti a un budget sovranazionale giustificerebbe il rispetto quasi automatico delle regole del Patto di Stabilità e Crescita e un più stringente **controllo** sovranazionale **sulle politiche di bilancio nazionali**, che vada oltre l'attuale meccanismo delle Raccomandazioni del Consiglio.

4. La funzione di **salvataggio dei paesi** in crisi, invece, esiste già, ma è stata creata in corsa durante la crisi dei debiti sovrani. Ora c'è una finestra di opportunità per rafforzare il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) e trasformarlo in un Fondo Monetario Europeo (FME). Il MES va migliorato per una serie di motivi: al momento, è un organismo intergovernativo, non integrato nella legislazione UE; ha una bassa *accountability* democratica, nei confronti dei Parlamenti europeo e nazionali; prende decisioni politicizzate, affidate ai ministri delle finanze dei singoli paesi euro; i suoi meccanismi decisionali talvolta impiegano tempi troppo lunghi, come nel caso di Cipro.

Ma cosa dovrebbe fare il FME? E come dovrebbe funzionare? Anzitutto, va integrato a pieno titolo nella legislazione UE. Le sue funzioni dovrebbero essere: i) continuare a fornire aiuti finanziari ai paesi membri e ii) fare da *backstop* per il Fondo di risoluzione bancario. Il FME dovrebbe essere una struttura tecnica, molto specializzata. Le sue decisioni dovrebbero essere prese in modo indipendente rispetto ai paesi, votate a maggioranza ed essere motivate e rese pubbliche. Inoltre, Consiglio e Parlamento europei dovrebbero avere il potere di votare mozioni di sfiducia nei confronti di Presidente o membri del Board del FME.

Le più ampie funzioni attribuite all'Eurozona necessitano di una riforma istituzionale. Si potrebbe istituire un **ministro economico europeo** che gestisca il nuovo bilancio dell'Eurozona, ovvero che sia responsabile i) del funzionamento degli strumenti di stabilizzazione, ii) del piano di investimenti sovranazionale e iii) dei meccanismi di finanziamento del budget, per esempio decidendo tempistica delle emissioni di Eurobond e struttura delle *maturity*. Il ministro sarebbe al tempo stesso responsabile dell'istituzione che si occupa del salvataggio degli Stati.

Il nuovo ministro economico dovrebbe essere indipendente dai paesi membri, per garantire il superamento del metodo intergovernativo oggi prevalente, e dovrebbe poter far rispettare le regole europee, anche intervenendo sulle politiche di bilancio nazionali. A tal fine sarebbe necessaria una modifica dei Trattati. Ma si può anche procedere a passi successivi, cominciando già dal prossimo anno, ovvero istituendo la funzione del ministro in quanto Commissario agli affari economici e Vicepresidente della nuova Commissione europea, a decorrere dal novembre 2019. In tal modo il ministro deriverebbe legittimazione democratica sovranazionale, in

quanto responsabile nei confronti del Parlamento europeo, tramite le usuali procedure di nomina. L'Eurogruppo, organo informale costituito dai ministri delle finanze degli stati membri dell'Area, potrebbe poi eleggerlo come suo presidente, e ciò lo renderebbe *accountable* verso i governi nazionali.

Serve una proposta italiana. Un'Italia forte in una Europa forte può vincere la sfida della competizione globale e aumentare strutturalmente il tasso di crescita dell'economia.

1 LE PREVISIONI PER L'ECONOMIA ITALIANA

1.1 Il Prodotto interno lordo e le sue componenti

Rallenta l'economia italiana... Prosegue, con una graduale decelerazione, la crescita dell'economia italiana: il PIL è previsto avanzare dell'1,3 per cento nel 2018 e dell'1,1 per cento nel 2019, dal +1,5 per cento nel 2017 (Tabella 1.1). Nel complesso, saranno 22 trimestri di crescita dall'estate 2014.

L'aumento previsto nel biennio è inferiore a quello stimato dal CSC a dicembre (+1,5 per cento quest'anno e +1,2 per cento nel 2019) e anche rispetto allo scenario incluso nell'ultimo Documento di Economia e Finanza (+1,5 e +1,4 per cento). Ciò per un andamento tra fine 2017 e inizio 2018 più lento di quello previsto e per una dinamica meno vivace attesa nel prosieguo dell'anno. Per il 2019, le previsioni CSC incorporano l'ipotesi di sterilizzazione completa delle clausole di salvaguardia IVA inclusa nella risoluzione di maggioranza al Documento di Economia e Finanza presentata il 19 giugno. Nello scenario previsto principale, la sterilizzazione avviene attraverso una copertura basata sulla riduzione di agevolazioni fiscali sulle imposte dirette e su un aumento delle imposte in conto capitale, senza finanziamento in deficit, come avvenuto invece in buona parte negli anni passati.

... e rischi all'orizzonte Nel biennio di previsione la crescita italiana è soggetta a vari rischi, prevalentemente al ribasso. Il contesto internazionale sta divenendo più denso di incognite e vulnerabile a diversi fattori di incertezza:

- le misure protezionistiche derivanti dalla politica commerciale statunitense che, nel caso di un ulteriore inasprimento, potrebbero portare a un rallentamento ancor più significativo delle esportazioni italiane;

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)					
	2016	2017	2018	2019	Trend
Prodotto interno lordo	0,9	1,5	1,3	1,1	↘
Consumi famiglie residenti	1,4	1,4	1,2	1,0	↘
Investimenti fissi lordi	2,7	4,3	2,7	2,3	↘
<i>in macch. e mezzi di trasp.</i>	4,4	7,0	3,6	2,6	↘
<i>in costruzioni</i>	1,2	1,1	1,6	1,8	↘
Esportazioni di beni e servizi	2,4	5,4	2,7	3,9	↘
Importazioni di beni e servizi	3,5	5,3	3,0	3,7	↘
Saldo commerciale ¹	3,6	3,2	3,2	3,3	↘
Occupazione totale (ULA)	1,2	0,9	0,6	0,7	↘
Tasso di disoccupazione ²	11,7	11,2	10,9	10,6	↘
Prezzi al consumo	-0,1	1,2	1,0	1,3	↘
Retribuzioni totale economia ³	0,7	0,2	1,1	0,9	↘
Saldo primario della PA ⁴	1,5	1,5	1,6	2,1	↘
Indebitamento della PA ⁴	2,5	2,3	1,9	1,4	↘
Debito della PA ⁴	132,0	131,8	131,6	130,7	↘

¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL, ² valori percentuali, ³ per ULA, ⁴ valori in percentuale del PIL che per il 2018 escludono l'attivazione degli aumenti delle aliquote IVA e delle accise sui carburanti. Trend 2016-2019.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

- le modalità del rientro dalla politica monetaria ultraespansiva della Banca Centrale Europea, che condurranno alla risalita dei tassi di interesse dal 2019, con effetti restrittivi sui bilanci di famiglie e imprese.
- la possibile instabilità dei mercati finanziari conseguente alla normalizzazione della politica monetaria USA;
- i focolai geopolitici, in particolare le tensioni conseguenti all'abbandono, da parte degli Stati Uniti, dell'accordo sul nucleare con l'Iran;

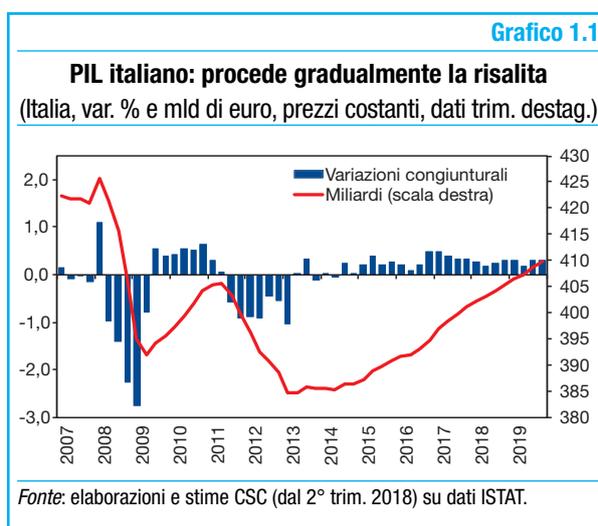
Tra i fattori di rischio interni vi sono: la fine degli incentivi sugli acquisti di beni strumentali che, benché graduale, avrà un impatto negativo sulla dinamica degli investimenti; l'incertezza sulle politiche del nuovo governo e sul loro impatto sui conti pubblici, che crea timori presso gli operatori che acquistano titoli del debito pubblico italiano.

Un recupero lungo e lento I progressi previsti quest'anno e il prossimo allungano la dinamica di risalita iniziata nella seconda metà del 2013 (pur con una certa volatilità fino a metà 2014; Grafico 1.1). Il PIL italiano, dopo una recessione profonda tra 2011 e 2013 (-5,2 per cento), ha registrato un recupero a un tasso medio trimestrale dello 0,2 per cento che dura da oltre 4 anni (a inizio 2018 +4,6 per cento dai minimi). Nel 2017, in particolare, la crescita ha registrato un ritmo dello 0,4 per cento a trimestre.

I progressi recenti dell'economia italiana, però, sono divenuti meno robusti. Nel primo trimestre 2018 la crescita del PIL ha rallentato al +0,3 per cento ed è stata spinta dalla spesa delle famiglie e, soprattutto, dalle scorte. Non si è avuto, invece, il sostegno della domanda estera e degli investimenti (si veda oltre).

La variazione acquisita del PIL per il 2018 (quella che si avrebbe con variazioni nulle nei restanti trimestri dell'anno) è di +0,8 per cento annuo. Nelle stime CSC, il passo della crescita non è previsto accelerare: il PIL italiano è visto avanzare a un tasso medio trimestrale di poco inferiore allo 0,3 per cento. A fine 2019 il PIL raggiungerà un livello superiore di 1 punto percentuale rispetto al secondo trimestre 2011, ma avendo ancora un gap di -3,7 per cento dal picco pre-crisi. Nonostante i progressi dell'economia italiana si siano consolidati e la crisi sia da considerarsi alle spalle, l'Italia continua a crescere stabilmente meno degli altri principali paesi europei. Il differenziale di crescita persiste anche nel biennio di previsione.

Gli indicatori congiunturali frenano Dopo i picchi raggiunti tra fine 2017 e inizio 2018, i principali indicatori congiunturali qualitativi hanno invertito la rotta, ripiegando al ribasso.



L'indice composito ESI (*Economic Sentiment Indicator*), che sintetizza l'andamento della fiducia di consumatori e imprese, aveva raggiunto nell'autunno 2017 i livelli più alti dal 2007; nella media di aprile-maggio è però sceso di quasi tre punti (108,9), su valori comunque elevati. Il peggioramento è spiegato soprattutto da valutazioni meno favorevoli degli imprenditori operanti nei settori dell'industria, dei servizi e delle vendite al dettaglio. Tra i consumatori la fiducia ha segnato una decisa correzione solo nei mesi più recenti, a causa dell'incertezza derivante dalle dinamiche politiche interne e dal peggioramento delle attese sull'andamento dell'economia, pur rimanendo su livelli alti.

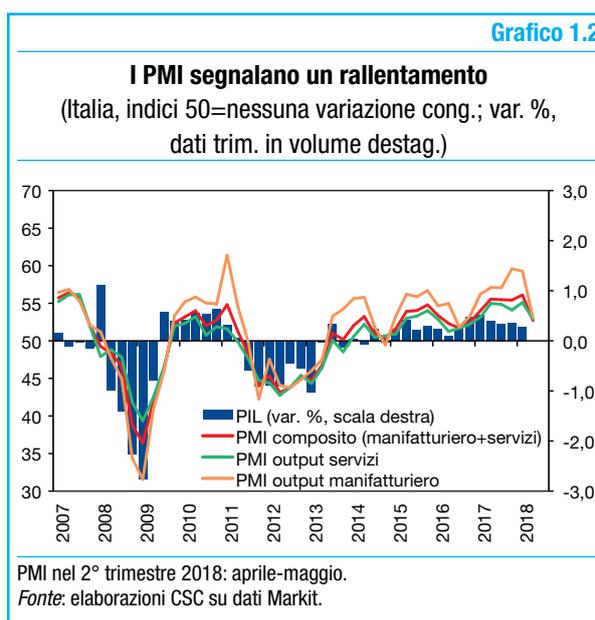
Tra i direttori degli acquisti delle imprese (indice PMI Markit) le valutazioni sulle condizioni economiche dall'inizio dell'anno sono meno positive. L'indice composito, che sintetizza la dinamica di manifatturiero e servizi, nei mesi primaverili si è collocato a 52,7, 3,4 punti sotto i valori del primo trimestre, quando aveva raggiunto il punto più alto dal 2007 (Grafico 1.2). La battuta d'arresto è spiegata soprattutto dal repentino ripiegamento nel manifatturiero.

L'*Ita-coin* (Banca d'Italia), un indicatore ciclico coincidente dell'economia italiana, sceso a 0,15 in maggio da 0,56 di tre mesi prima, segnala una crescita più moderata nel secondo trimestre.

L'indicatore anticipatore OCSE (che precorre di sei-nove mesi i punti di svolta del ciclo economico) convalida lo scenario di decelerazione del CSC, mostrando una diminuzione dal dicembre 2017, accentuatasi nei mesi più recenti.

Andamento debole dei consumi La spesa delle famiglie italiane nel 2017 è cresciuta dell'1,4 per cento. Quest'anno è prevista rallentare all'1,2 per cento e il prossimo anno decelerare all'1,0 per cento. La crescita dei consumi è ripresa nella seconda metà del 2013, dopo la profonda caduta registrata nei due anni precedenti (si veda il BOX n. 1); fino al primo trimestre del 2018 hanno accumulato una variazione di +5,8 per cento, con un tasso di risparmio in calo dal 9,1 per cento del reddito disponibile nel 2014 al 7,9 per cento nel 2017.

Nel primo trimestre 2018 la spesa delle famiglie è aumentata dello 0,4 per cento, dopo la stagnazione a fine 2017. Gli indicatori congiunturali relativi al secondo trimestre sono coerenti con il proseguimento di un andamento debole: le immatricolazioni di auto sono diminuite in misura marginale nei mesi primaverili, come già nel primo trimestre; l'indicatore dei consumi ICC (Confcommercio) è diminuito per il secondo mese consecutivo in aprile; i giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo si sono attestati su livelli inferiori rispetto a quelli del primo trimestre.



Nel complesso del 2018 la spesa delle famiglie è prevista avanzare a un ritmo inferiore rispetto a quello del reddito disponibile e ciò contribuirà ad aumentare il tasso di risparmio. Il sostegno alla spesa è previsto venire dalla buona dinamica dell'occupazione, da un'inflazione ancora contenuta e dal credito al consumo in crescita. Nel 2019 la sterilizzazione della clausola di salvaguardia IVA eviterà un forte impatto negativo sulla dinamica dei consumi; il contestuale aumento di altre imposte incorporato nello scenario CSC determinerà comunque una riduzione del reddito disponibile. Nello scenario previsivo la spesa delle famiglie crescerebbe più del reddito, comprimendo di nuovo il risparmio.

Gli investimenti rallentano Gli investimenti fissi lordi sono previsti aumentare del 2,7 per cento nel 2018 e del 2,3 per cento nel 2019, in graduale rallentamento dal +4,3 per cento nel 2017. A tirare sono soprattutto gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto (+3,6 per cento e +2,6 per cento), ma si rafforzerà anche l'espansione degli investimenti in costruzioni (+1,6 per cento e +1,8 per cento, dopo il +1,1 per cento nel 2017).

La ripartenza degli investimenti, dopo la seconda recessione, si è avuta da fine 2014: in poco più di tre anni il recupero è stato dell'11,9 per cento. L'incremento di quelli in costruzioni è stato modesto (+4,2 per cento), a causa della debolezza del mercato delle abitazioni protrattasi fino agli ultimi trimestri, nonostante le condizioni favorevoli del credito; gli acquisti di mezzi di trasporto, che pesano meno del 10 per cento del totale, hanno registrato un forte rimbalzo (+150,1 per cento); è stato molto positivo il contributo della spesa in macchinari e attrezzature (+26,7 per cento), pur con oscillazioni nei dati trimestrali che hanno riflesso la tempistica degli incentivi fiscali.

Gli investimenti in macchinari, in particolare, hanno registrato una forte contrazione nel primo trimestre 2018, probabilmente temporanea e legata alle incertezze nazionali e internazionali accumulate nella prima parte dell'anno.

Gli indicatori congiunturali relativi al secondo trimestre fanno presagire una pronta ripartenza degli acquisti di beni strumentali, seppure a un ritmo più lento rispetto allo scorso anno. I giudizi sugli ordini interni di beni strumentali hanno invertito la rotta, calando negli ultimi due mesi, sotto la media del primo trimestre, ma restando su valori elevati (Grafico 1.3); la produzione di beni strumentali, ben correlata con la dinamica degli investimenti, dopo l'arretramento a inizio anno, nei mesi primaverili risulta la componente più dinamica della produzione industriale. In aggiunta a ciò, il credito alle imprese continua a crescere, sebbene a un ritmo modesto, e i tassi d'interesse sono ancora ai minimi.



Ad ogni modo, i ritmi di crescita elevati del 2017 (+7,0 per cento gli investimenti in macchine e mezzi di trasporto) sono difficilmente ripetibili quest'anno e il prossimo. Anzi, nel corso del biennio di previsione è ragionevole attendersi una frenata degli acquisti di beni strumentali, dopo i forti progressi degli anni precedenti. Il ciclo degli investimenti ha già superato il suo picco di espansione e dovrebbe andare esaurendosi.

Gli incentivi sono stati prorogati dalla Legge di Bilancio 2018 (con alcune modifiche). Gli investimenti devono essere realizzati entro il 31 dicembre di quest'anno o, in alternativa, i beni che sono ordinati (previo acconto) entro fine 2018 possono essere consegnati entro il 30 giugno o il 31 dicembre del 2019, se relativi, rispettivamente, al superammortamento o all'iperammortamento. Tale allungamento del periodo di agevolazione tende a limitare il contraccolpo derivante dalla fine degli incentivi.

Frena l'industria, un po' meglio i servizi L'attività industriale in Italia è in recupero quasi ininterrotto dall'ultimo trimestre del 2014 e in tre anni ha accumulato un incremento del 9,4 per cento, sostenuta dai beni strumentali e dalla domanda estera. Nel primo trimestre 2018, però, si è registrato un arretramento (-0,3 per cento), spiegato da un indebolimento della domanda, specie estera. Le attese per i mesi primaverili sono positive, anche se gli indicatori congiunturali relativi al manifatturiero (fiducia e PMI) non lasciano intravedere un netto incremento di attività. Secondo il CSC la produzione industriale è rimbalzata dell'1,0 per cento a maggio, dopo il -1,2 per cento in aprile; così, la variazione acquisita nel secondo trimestre del 2018 è positiva (+0,3 per cento).

In termini di valore aggiunto, l'industria in senso stretto nel 2018 e nel 2019 è prevista crescere a un ritmo quasi dimezzato rispetto al 2017 (+1,1 per cento all'anno, dopo +2,1 per cento). Il valore aggiunto dei servizi, che vale circa due terzi del totale, seguirà un andamento analogo a quello dell'industria: dopo il solido incremento registrato nel 2017 (+2,1 per cento), è atteso avanzare a un passo più lento quest'anno (+1,0 per cento), accelerando però in parte nel prossimo (+1,4 per cento).

Nelle costruzioni, nel 2017 si era interrotta la caduta della produzione (+0,1 per cento), dopo nove anni di arretramento. Nel primo trimestre 2018, però, è tornata a diminuire (-1,1 per cento), e, nonostante il rimbalzo in aprile, l'attività resta debole, come confermano le indagini qualitative che mostrano un quadro contrastato che non lascia intravedere una netta inversione di tendenza.

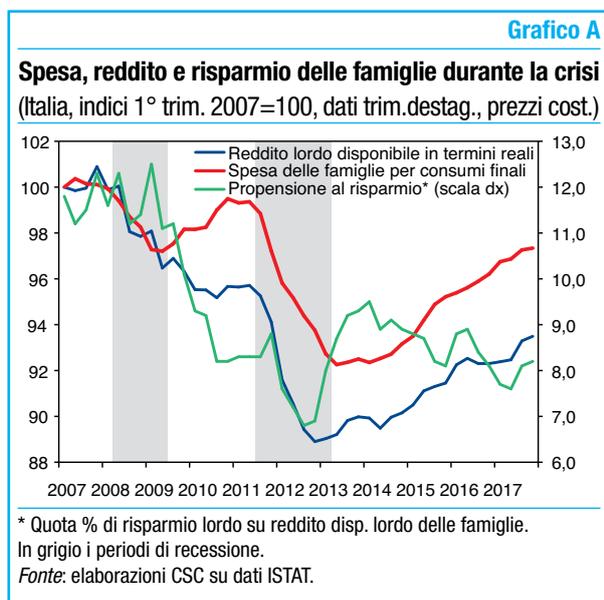
BOX n. 1 - Consumi, reddito e risparmio durante la crisi. Come sono cambiate le abitudini di spesa?

La caduta dei consumi, a causa della doppia recessione, è stata profonda (Grafico A). La spesa delle famiglie è in risalita dal 2014, ma ancora inferiore rispetto a dieci anni fa; il tasso di risparmio risulta fortemente eroso; i comportamenti di spesa sono cambiati. Inoltre, la crisi ha causato crescenti povertà e disuguaglianza, solo in parte contenute dagli interventi a sostegno del reddito, e ciò pesa sui consumi data l'alta propensione alla spesa delle famiglie a basso reddito. Ci sono le condizioni affinché il recupero dei consumi degli ultimi anni prosegua e richiuda le ferite della crisi?

Consumi in altalena I consumi sono stati duramente intaccati dal calo del reddito disponibile. Nel quarto trimestre 2017 la spesa delle famiglie era inferiore del 2,9 per cento rispetto ai valori del quarto 2007, il reddito disponibile del 7,3 per cento. La minore diminuzione dei consumi rispetto al reddito si spiega con una riduzione del tasso di risparmio, dal 12,3 per cento all'8,2 per cento¹. Nel corso della crisi, si distinguono diverse fasi, durante le quali l'atteggiamento di spesa delle famiglie è costantemente cambiato.

- 1^a recessione: tra 2008 e 2009 l'arretramento dei consumi è stato contenuto, di ampiezza simile a quello del reddito disponibile reale. La ricchezza finanziaria delle famiglie è stata intaccata da forti shock negativi. Le famiglie hanno ridotto, di poco, il tasso di risparmio.
- 1^a ripresa: dalla seconda metà del 2009 le famiglie hanno ripreso a spendere, chiudendo quasi interamente il gap rispetto al picco del 2007; tale recupero non è stato sostenuto dal reddito disponibile reale, che ha continuato a diminuire, ma è stato ottenuto interamente con una forte riduzione del risparmio.
- 2^a recessione: tra 2011 e 2013 si è avuto un calo dei consumi più profondo, indotto dal netto peggioramento dell'accesso al credito, dall'arretramento della fiducia, dalla riduzione della ricchezza immobiliare². Fino al 2012 i consumi sono diminuiti in linea con il reddito disponibile reale ma successivamente fino a inizio 2013 hanno continuato a scendere pur con un reddito stabile, alimentando un recupero del risparmio.
- 2^a ripresa: parte dal 2014 ed è tuttora in corso. La spesa delle famiglie ha ripreso a crescere, ma in misura graduale (+5,3 per cento in quattro anni), sostenuta da un incremento, più lento, del potere d'acquisto (+4,0 per cento) e quindi da una nuova riduzione del tasso di risparmio. Si tratta, quindi, di una ripresa fragile della spesa.

Sacrificati gli acquisti di beni Le famiglie italiane nell'ultimo decennio hanno anche modificato la composizione della spesa, in larga misura a causa di un vincolo di bilancio più stringente. La riduzione è stata particolarmente marcata per gli acquisti di beni durevoli, specie tra 2011



¹ Quota del risparmio lordo sul reddito disponibile lordo delle famiglie.

² Cfr. Rodano L. e Rondinelli C. (2014), The Italian Household Consumption: a Comparison among Recessions., *Politica economica*, 2 (3), pp. 203-234.

e 2013. Si tratta, infatti, della voce di spesa più elastica alle variazioni del reddito. Anche i consumi di beni semi-durevoli sono molto sotto i livelli pre-crisi. Viceversa, ha tenuto la spesa in servizi, che vale circa il 50 per cento dei consumi, ed è l'unica componente degli stessi ad essere sopra i livelli del 2007 (Grafico B).

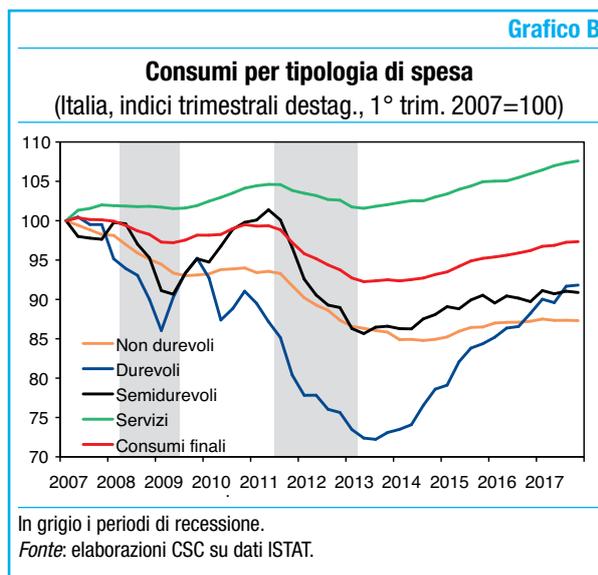
La contrazione del reddito nel corso del decennio ha indotto le famiglie dapprima a ridurre gli acquisti di articoli per il tempo libero, per attività ricreative e culturali, per alloggi e ristoranti e anche per abbigliamento e calzature, in modo da limitare l'impatto sulle spese di base (affitti, salute), difficili da contenere. Con la seconda recessione, poi, le famiglie hanno fatto più ricorso all'acquisto di prodotti scontati e di qualità inferiore. Ancora nei primi quattro mesi del 2018 la spesa nei discount è in marcato aumento (+4,5 per cento annuo) mentre quella in iper e super mercati è piatta.

Giovani penalizzati, povertà in aumento Il dato medio sui consumi nasconde un andamento molto variegato anche tra tipologie familiari. La riduzione della spesa è stata, infatti, più forte per i nuclei con capofamiglia giovane, colpiti da una contrazione più pronunciata del reddito disponibile e della ricchezza e dall'andamento negativo del mercato del lavoro³.

Meno lavoro e meno reddito, peraltro, hanno condotto nell'ultimo decennio a un forte aumento della povertà, nonostante i recenti miglioramenti dell'occupazione. In Italia la quota di famiglie in povertà assoluta è quasi raddoppiata, raggiungendo il 6,3 per cento nel 2016, dal 3,5 per cento nel 2007; si tratta di 1 milione e 619mila famiglie. Le persone che vivevano in famiglie indigenti nel 2016 erano 4 milioni e 742mila, 3 milioni in più dal 2007.

L'incidenza della povertà è più alta per le famiglie numerose (14,7 per cento in presenza di tre o più figli), al Sud (8,5 per cento) e quando il capofamiglia è disoccupato (23,2 per cento). Nell'ultimo decennio si è aggravata la condizione di giovani e occupati: le persone povere con meno di 35 anni hanno raggiunto i 2 milioni e la quota di famiglie povere con a capo un occupato è salita al 6,4 per cento, dal 2,1 per cento⁴.

Misure per sostenere il reddito delle famiglie Nel confronto con i principali paesi europei, in Italia la povertà è storicamente più elevata anche per l'assenza di politiche universali per il suo contrasto. Dal 2014 sono state introdotte alcune misure di sostegno al reddito delle famiglie,



³ Banca d'Italia (2015), *Bollettino economico*, n. 2 .

⁴ Labartino G., Mazzolari F. e Quaglia M. (2018), REI e Reddito di Cittadinanza a confronto, *Nota dal CSC*, n. 18-02.

con l'obiettivo di limitare la crescente diffusione della povertà. I principali interventi sono stati: il bonus fiscale previsto dal DL n. 66/2014 a favore di alcune categorie di lavoratori dipendenti, la quattordicesima mensilità per i pensionati, il SIA (Sostegno per l'Inclusione Attiva), poi sostituito dal REI (Reddito di Inclusione).

Questi provvedimenti, secondo un'analisi ISTAT (*La redistribuzione del reddito in Italia, 2017*), hanno avuto effetti positivi sia in termini di riduzione della povertà, sia di maggiore uguaglianza nella distribuzione dei redditi: nel 2016 il rischio di povertà è sceso al 18,4 per cento (dal 19,2 per cento del 2013) e l'indice di Gini è diminuito dal 30,4 al 30,1. Recenti dati Eurostat hanno confermato il miglioramento: nel 2017 la quota di persone in grave deprivazione materiale è diminuita al 9,2 per cento (dal 12,1 per cento nel 2013), scendendo sotto il 10,0 per cento per la prima volta dal 2010.

Gli scambi con l'estero rallentano nel 2018

Nello scenario del CSC le esportazioni di beni e servizi, dopo un forte incremento nel 2017 (+5,4 per cento), cresceranno a ritmi più bassi nel biennio previsivo: +2,7 per cento nel 2018 e +3,9 per cento nel 2019 (Grafico 1.4). Anche le importazioni registreranno un rallentamento, aumentando del 3,0 per cento nel 2018 e del 3,7 per cento nel 2019, dopo un +5,3 per cento nel 2017.

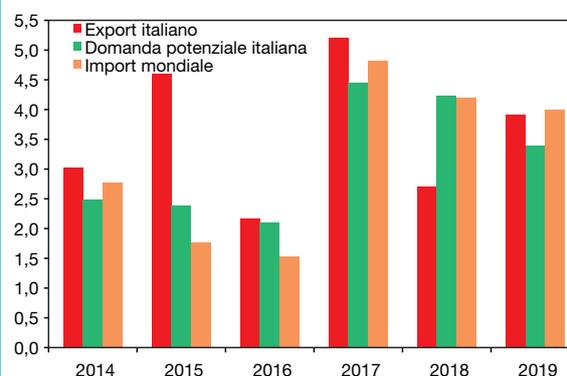
Rispetto alle stime di dicembre 2017, la crescita del commercio dell'Italia con l'estero è stata rivista nettamente al ribasso per l'anno in corso. Gli scambi mondiali, invece, sono rivisti al rialzo nel biennio previsivo (si veda il paragrafo 1.7). Di conseguenza, nel 2018 l'export italiano aumenterà meno del commercio mondiale, per la prima volta dal 2013.

Le cause della frenata Il rallentamento delle esportazioni italiane nell'anno in corso è spiegato da una serie di fattori connessi tra loro.

Innanzitutto, c'è un effetto statistico dovuto ai dati deludenti registrati a inizio 2018, che penalizzano la performance dell'intero anno. L'export di beni e servizi è sceso del 2,1 per cento, a prezzi costanti, nel primo trimestre sul quarto 2017, con un calo sia nei mercati dell'Eurozona (-1,6 per cento) sia in quelli extra-Area (-2,4). La variazione acquisita nel 2018 è nulla. I segnali di debolezza degli scambi con l'estero si sono confermati nel secondo trimestre. Secondo i dati doganali, l'export di beni ha ristagnato in aprile. Gli indicatori qualitativi sugli ordini manifatturieri esteri (PMI Markit e giudizi delle imprese ISTAT) puntano a una dinamica debole anche in maggio e giugno.

Grafico 1.4

L'export italiano rallenta nel 2018 (Beni, dati in volume, variazioni %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB, FMI e ISTAT.

Anche l'export di beni degli altri principali paesi europei ha registrato una performance debole nel primo trimestre dell'anno: -1,1 per cento in Germania, -1,0 per cento in Francia e +0,2 per cento in Spagna. Il rallentamento generalizzato degli scambi con l'estero dei paesi europei ha penalizzato in modo particolare l'export italiano, specializzato in beni semilavorati e strumentali, che rispondono più rapidamente a variazioni congiunturali.

Inoltre, il rafforzamento dell'euro nel 2017 e nei primi mesi del 2018 ha ridotto la competitività di prezzo dei prodotti europei, frenando le vendite nei mercati extra-Eurozona. In particolare, il tasso di cambio dell'Italia (misurato in termini effettivi nominali) si è apprezzato del 4,0 per cento nella prima metà del 2018 rispetto al corrispondente periodo del 2017¹.

Le importazioni, a loro volta, sono frenate sia dalla minore crescita dell'export, che incorpora sempre più beni e servizi acquistati all'estero, sia dalla dinamica meno sostenuta della domanda finale interna (investimenti e consumi).

Comunque, la parziale correzione al ribasso della moneta unica nel secondo trimestre e la buona dinamica della domanda europea sosterranno l'export italiano nel resto dell'anno.

Si stabilizzano le ragioni di scambio... Le ragioni di scambio di beni e servizi italiani sono state penalizzate dalla risalita dei prezzi delle materie prime e, invece, favorite dall'euro più forte. Nel complesso, dopo un peggioramento nel 2017, nello scenario del CSC rimarranno sostanzialmente invariate nel 2018-2019.

... l'avanzo commerciale... Nel 2017 il surplus della bilancia commerciale è sceso al 3,2 per cento del PIL (era al 3,6 per cento nel 2016), a causa dell'ampliamento del deficit energetico (dall'1,6 per cento al 2,0 per cento del PIL) dovuto alla risalita delle quotazioni petrolifere. Nei primi mesi del 2018 l'avanzo commerciale si è stabilizzato, con un miglioramento della componente non energetica che ha controbilanciato il peggioramento della voce energia (Grafico 1.5). Nello scenario CSC il saldo commerciale è atteso attestarsi su questi livelli anche nel 2018 (+3,2 per cento) e nel 2019 (+3,3 per cento).

... e quello corrente (su livelli record) Il deficit dell'interscambio di servizi si è ampliato, dallo 0,2 per cento del PIL nel 2016 e nel



¹ Il tasso di cambio effettivo nominale dell'Italia è calcolato come una media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro con le valute dei principali 45 partner commerciali, con pesi corrispondenti all'importanza di ciascun paese negli scambi con l'estero dell'Italia.

2017 allo 0,5 per cento nel primo quarto del 2018 (dati destagionalizzati Banca d'Italia), a causa della debolezza dell'export. In particolare, si conferma la tendenza verso un maggiore disavanzo nei trasporti, anche per un calo della quota dei vettori aerei residenti, e, al contrario, un miglioramento del surplus della bilancia turistica, specie per le maggiori spese dei viaggiatori stranieri. Nello scenario previsivo il deficit dei servizi si stabilizzerà intorno allo 0,3 per cento del PIL.

Il saldo dei redditi primari è notevolmente migliorato, raggiungendo il +0,6 per cento del PIL nel 2017 (era pari a -0,5 per cento nel 2015), grazie sia alle maggiori entrate da investimenti di portafoglio all'estero sia alla minore spesa per interessi sui titoli di debito italiani detenuti da investitori esteri. Il disavanzo dei redditi secondari si è lievemente ridotto (allo 0,9 per cento del PIL), a causa dei minori trasferimenti netti verso la UE. Nello scenario CSC, il saldo dei redditi si manterrà su questi livelli nel 2018-2019.

Nel complesso, quindi, il surplus delle partite correnti, che ha raggiunto nel 2017 il livello record del 2,8 per cento del PIL, si stabilizzerà su questi valori nel biennio previsivo (2,7 per cento nel 2018 e 2,8 per cento nel 2019).

Molto ridotto il debito con l'estero A fine 2017 la posizione patrimoniale netta italiana verso l'estero era pari al -6,7 per cento del PIL, in forte miglioramento dal -9,8 per cento di un anno prima e soprattutto dal -22,7 per cento di fine 2013. Il rientro del debito con l'estero è stato determinato, in larga parte, dai ripetuti avanzi di parte corrente e, in misura minore, da aggiustamenti di valore delle attività nette sull'estero, specie per il calo nel 2016 dei prezzi delle azioni e obbligazioni italiane detenute dagli investitori esteri.

1.2 Occupazione

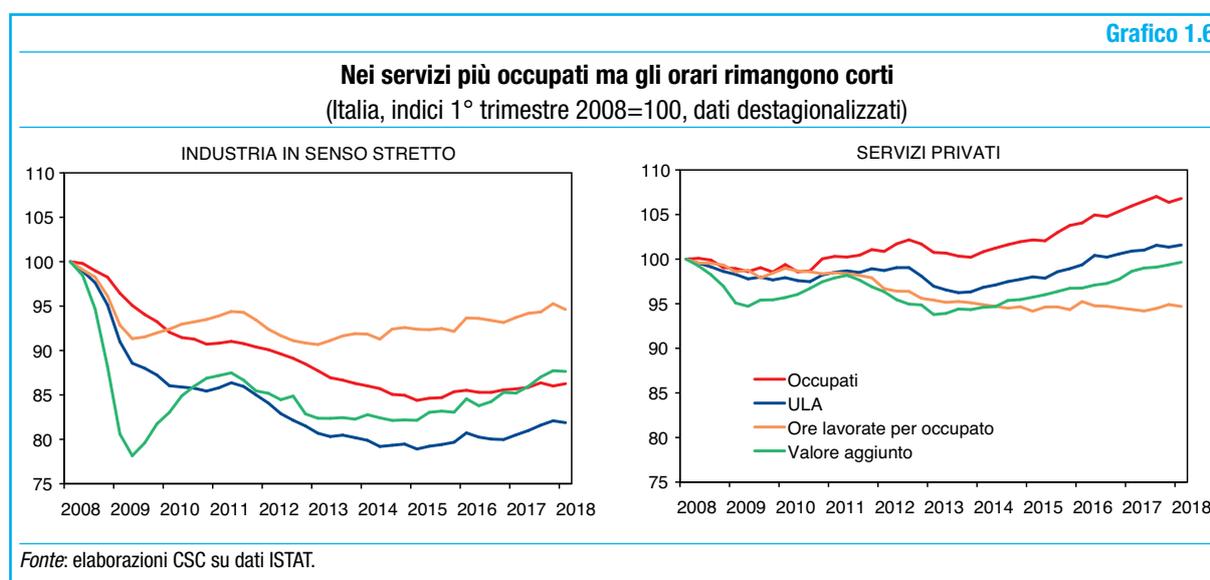
Lavoro su con il PIL Nel biennio 2018-2019 l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) continuerà a crescere, come già nel 2017, con intensità inferiore rispetto al PIL. Dopo il +0,9 per cento nel 2017, il CSC stima che le ULA aumenteranno dello 0,6 per cento nel 2018 e dello 0,7 per cento nel 2019. Alla fine dell'orizzonte previsivo torneranno a 24,3 milioni, 1,1 milioni sopra al minimo toccato a fine 2013, ma ancora 900mila unità sotto il livello pre-crisi.

Occupati oltre i livelli pre-crisi... Da inizio 2014 l'occupazione ha puntato verso l'alto indipendentemente dall'indicatore usato per misurarla. Sono aumentati non solo le ULA (+3,4 per cento dal primo quarto 2014 al primo 2018) e il monte ore effettivamente lavorate (+4,1 per cento), ma anche, contemporaneamente e con intensità simile, il numero di persone occupate. Queste ultime, data la caduta meno marcata durante la crisi (-4,3 per cento rispetto al -8,0 per cento delle ULA), hanno recuperato il livello di inizio 2008 già nell'estate 2017, tornando sopra i 23 milioni².

² Per l'intera economia si fa riferimento agli "occupati" stimati dall'indagine sulle forze lavoro dell'ISTAT. Questa serie differisce sia in livelli sia in dinamica da quella stimata nel contesto della Contabilità Nazionale.

L'occupazione, in termini di persone, dopo il +1,2 per cento in media d'anno nel 2017, è prevista crescere dello 0,8 per cento nel 2018 e di un altro 0,7 per cento nel 2019. Alla fine del 2019 le persone occupate saranno di quasi 250mila unità oltre il picco della primavera 2008. Avevano toccato il minimo nell'autunno 2013 (-1 milione).

... in crescita soprattutto nei servizi... La risalita del numero di occupati è cominciata prima ed è stata più intensa nei servizi privati: +6,6 per cento nel primo trimestre 2018 rispetto a fine 2013, portando il livello a +877mila su inizio 2008. D'altronde gli orari pro-capite sono rimasti molto bassi, senza alcun recupero dai minimi: nel primo trimestre 2018 ogni occupato nei servizi privati ha lavorato mediamente quasi 2 ore in meno a settimana rispetto a inizio 2008 (Grafico 1.6). Nel periodo di previsione proseguirà la ricomposizione settoriale dell'occupazione verso i servizi, a fronte di orari che sono attesi solo in lieve risalita.



... mentre l'industria allunga anche gli orari Nell'industria in senso stretto l'occupazione è ripartita più tardi, dal 2015. La risalita del numero di persone occupate (+2,2 per cento, pari a 91mila unità) è stata smorzata dall'allungamento degli orari, iniziato già nel 2013 (+1,4 ore a settimana dal punto di minimo, ma ancora -1,9 rispetto a inizio 2008). Con gli orari che si allungano il recupero delle ULA (+3,8 per cento dal minimo di inizio 2015) è più intenso di quello delle persone occupate. L'occupazione nell'industria non si riporterà comunque rapidamente sui livelli pre-crisi, a causa dell'ampia perdita di potenziale produttivo. Al netto delle costruzioni, il settore oggi impiega il 15,6 per cento del totale delle ULA, dal 18,1 per cento di inizio 2008 (-829mila unità). La quota delle costruzioni è scesa dal 7,6 per cento al 6,0 per cento (-467mila unità); anche se l'emorragia occupazionale sembra essersi esaurita, non vi sono ancora segnali di inversione di tendenza e il vuoto occupazionale rischia di rivelarsi in larga parte strutturale.

Cresce solo l'occupazione dipendente... L'incremento del numero di persone occupate osservato in Italia negli ultimi anni è interamente ascrivibile all'aumento dei lavoratori dipendenti: +7,1

per cento ad aprile 2018 rispetto a gennaio 2014, pari a +1,2 milioni di unità, 756mila sopra il livello pre-crisi. Gli indipendenti, nello stesso periodo, sono diminuiti del 2,9 per cento (-158mila unità), portando il calo complessivo a -641mila (Grafico 1.7).

... con staffetta tra tipologie contrattuali...

Scomponendo per tipologia contrattuale, si osserva che nel 2014, come già nel biennio di ripresa 2010-2011, l'occupazione dipendente è ripartita via aumento del lavoro a termine (tempo determinato+somministrazione+stagionale+intermittente³), in linea con la maggiore reattività della componente temporanea dell'occupazione

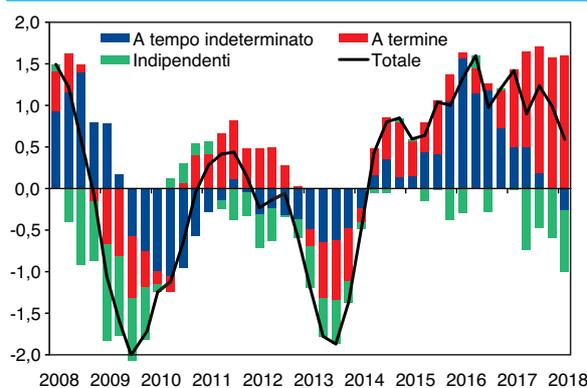
all'andamento dell'attività economica. Con l'istituzione transitoria della decontribuzione sulle assunzioni a tempo indeterminato (da gennaio 2015) e l'introduzione del contratto a tutele crescenti (da marzo 2015) si è osservato un "passaggio del testimone": dell'aumento dell'occupazione dipendente di 305mila unità registrato tra dicembre 2014 e dicembre 2015, l'87,2 per cento è avvenuto con contratti a tempo indeterminato. Nel 2016, quando l'ammontare degli sgravi è stato ridotto in durata ed entità, la quota di nuova occupazione a tempo indeterminato si è di fatto dimezzata.

... e recente balzo del lavoro temporaneo Nel 2017 il lavoro a tempo indeterminato ha poi smesso di aumentare, mentre quello a termine ha registrato una ulteriore impennata, trainando per intero la risalita dell'occupazione dipendente. La tendenza è proseguita nei primi 5 mesi del 2018, quando l'incidenza del lavoro a termine sul totale dell'occupazione dipendente ha raggiunto il 16,5 per cento, dal 14,0 per cento nel 2015, comunque in linea con i principali partner europei (16,3 per cento nella media dell'Eurozona nel 2017; si veda il BOX n. 2).

Stenta a scendere la disoccupazione Nonostante i miglioramenti nel mercato del lavoro italiano registrati negli ultimi anni, la disoccupazione resta alta. Dal picco di 3,3 milioni sfiorato a fine 2014, gli individui attivamente in cerca di un impiego, ossia i disoccupati, erano ancora 2,9 milioni nei primi 4 mesi del 2018, sui livelli di un anno prima (1,5 milioni nel 2007). L'aumento dell'occupazione è stato infatti accompagnato da una forza lavoro in espansione che, dopo essere cresciuta dell'1,1 per cento nel 2016, ha continuato a salire nel 2017 (+0,6 per cento). Ciò ha portato il tasso di disoccupazione all'11,2 per cento in media lo scorso anno, dall'11,7 per cento nel 2016. A fronte di tassi di crescita della forza lavoro più contenuti, la disoccupazione scenderà al 10,9 per cento nel 2018 e al 10,6 per cento nel 2019.

Grafico 1.7

Occupati: staffetta tra determinato e indeterminato (Italia, var. % tend. e contributi per tipologia lavorativa)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

³ Nei dati della Rilevazione sulle Forze Lavoro ISTAT, qui citati, sono inclusi tra i lavoratori "a termine" anche gli apprendisti.

BOX n. 2 - È in atto un aumento della precarietà?

Il balzo del lavoro temporaneo nel 2017 ha suscitato dibattito e preoccupazione riguardo al fatto che il mercato del lavoro italiano si stia evolvendo verso un aumento della precarietà. Una direzione diversa da quella che si prospettava con l'introduzione del contratto a tutele crescenti che, data la maggiore certezza sui costi di un eventuale licenziamento, dovrebbe rendere più appetibile il contratto a tempo indeterminato. D'altronde, nel 2014 la cosiddetta riforma Poletti (Legge n. 78/2014) ha reso più flessibile l'utilizzo del contratto a tempo determinato e sorge il timore che ciò abbia creato una preferenza per i rapporti di natura temporanea, che influenzerà, a normativa vigente, le tendenze che prevarranno nei prossimi anni. Ma quanto fondate sono queste preoccupazioni?

Spiegazioni della recente crescita del lavoro temporaneo

I fattori che concorrono a spiegare la forte crescita del lavoro temporaneo in atto dallo scorso anno sono molteplici, ma si possono schematizzare in due raggruppamenti: 1) fattori legati alla congiuntura economica e 2) cambiamenti nella normativa in materia di lavoro.

Tra i primi, pesa innanzitutto il fatto che il lavoro temporaneo è più reattivo al ciclo. Questo non è di per sé né positivo né negativo, è semplicemente "naturale". L'economia italiana vive dal 2014 una fase ciclica espansiva. La ripresa è, tra l'altro, relativamente modesta se rapportata all'intensità delle due recenti recessioni (2008-2009 e 2012-2013), che hanno determinato un'ampia contrazione nei livelli di attività economica, solo parzialmente recuperati ad oggi. È dunque normale che le imprese si orientino verso il lavoro temporaneo in attesa di verificare se i recuperi si consolideranno e rafforzeranno nei prossimi anni. Ad essere "anomala", semmai, è stata la bassa crescita dei contratti temporanei nel 2015-2016, sulla scia dell'effetto del *Jobs Act* (decontribuzione+contratto a tutele crescenti) sulle attivazioni a tempo indeterminato, come documentato da recenti analisi condotte su micro-dati¹.

La natura ciclica dell'aumento del lavoro temporaneo è ben riflessa dalla crescita del lavoro somministrato, che si osserva da qualche anno e che ha prima anticipato e poi accompagnato la più generale ripresa occupazionale. I dati INPS mostrano un balzo particolarmente pronunciato nel 2017, con un numero medio mensile di lavoratori somministrati pari a 401mila nel quarto trimestre, da 306mila nell'ultimo quarto 2016 (222mila nel 2013).

Un secondo fattore economico è rappresentato dalla variazione della composizione settoriale, dato l'ottimo andamento del turismo, settore in cui il ricorso al lavoro a termine è strutturale. Nel 2017, con 122 milioni di arrivi (+4 per cento sul 2016) e 427 milioni di presenze (+6 per cento), l'Italia ha toccato il massimo storico non solo dei numeri del turismo, ma

¹ Si vedano Sestito P., Viviano E. (2016), Hiring Incentives and/or Firing Cost Reduction? Evaluating the Impact of the 2015 Policies on the Italian Labour Market, *Questioni di economia e finanza*, n. 325, Banca d'Italia, e Boeri T. e Garibaldi P. (2018), Graded Security and Labor Market Mobility. Clean Evidence from the Italian Jobs Act, *WorkInps papers*, n. 10.

anche delle assunzioni con contratto di lavoro stagionale (+20 per cento)². Anche in un'ottica più di medio-lungo periodo, sulla crescita del lavoro a termine si riflette l'evoluzione della struttura produttiva italiana, con il peso crescente di attività terziarie, dal turismo allargato (che include anche l'intrattenimento culturale) al commercio e ai servizi alla persona, ovvero comparti strutturalmente caratterizzati da ampie fluttuazioni della domanda, stagionali o legate alla provvisorietà del servizio.

L'andamento dell'occupazione temporanea deve essere letto anche alla luce dei vari cambiamenti intervenuti nella normativa in materia di lavoro negli ultimi anni. In particolare, vanno ricordati:

- l'abrogazione dei contratti di collaborazione a progetto e la definizione più esatta della distinzione tra lavoro subordinato e autonomo (D.lgs. n. 81/2015), che potrebbero aver portato a un travaso dal lavoro parasubordinato al lavoro dipendente a termine. In effetti la quota di collaboratori+lavoratori a termine sull'occupazione dipendente+collaborazioni è cresciuta di meno di un punto percentuale (da 15,6 per cento nel 2015 al 16,3 per cento a fine 2017), contro i quasi 3 punti registrati dalla quota dei temporanei sui dipendenti;
- l'abolizione del lavoro accessorio regolato tramite *voucher* (D.L. n. 25/2017): nonostante l'introduzione di forme alternative di lavoro occasionale, le analisi di Anastasia *et AL.* su dati INPS, indicano che almeno un terzo dei *voucher* utilizzati nel 2016 sono stati sostituiti nel 2017 da contratti a termine (intermittente, stagionale o tempo determinato) e che tale sostituzione spiega almeno il 15 per cento dell'incremento complessivo del lavoro temporaneo³.

Vi sono vari indizi che l'indisponibilità dei contratti di collaborazione a progetto e dei *voucher* abbia condotto a un ricorso aggiuntivo a forme di lavoro a termine. Ciò è rassicurante, nel senso che a questa quota parte di aumento del lavoro temporaneo è associata una diminuzione della precarietà, invece che il temuto aumento.

Poca evidenza e troppo presto per preoccuparsi

Oltre alla riforma Poletti, vi sono dunque altri fattori che verosimilmente spiegano una larga parte dell'aumento del lavoro temporaneo osservato dal 2017. A quelli già menzionati vanno probabilmente aggiunti anche "effetti attesi" di nuovi sgravi contributivi a favore del lavoro a tempo indeterminato, effettivamente reintrodotti dalla Legge di Bilancio 2018, seppur solo per i giovani.

I dati di flusso (INPS) relativi al primo trimestre 2018 segnalano una ripresa delle assunzioni a tempo indeterminato (+5 per cento rispetto a inizio 2017), ma soprattutto un balzo delle trasformazioni da contratto a tempo determinato (70 per cento). Vi sono dunque segnali che l'incidenza dei contratti a termine sul totale si potrebbe ridimensionare nel corso dell'anno.

² Si veda il contributo di Anastasia B., Bombelli S. e Mattioni G. in *L'esplosione dei lavori temporanei: fattori ciclici o strutturali?*, a cura di Dell'Aringa C., monografia Arel, marzo 2018.

³ Si veda Anastasia *et AL.*, (2018) op cit.

Bisogna, dunque, aspettare tutti i dati sul 2018 per poter valutare se sia in corso una correzione di quanto osservato nel 2017 o se, invece, sia fondato credere che l'assetto normativo e le tendenze della domanda di lavoro si siano assestate sugli alti livelli di lavoro a termine emersi nello scorso anno.

Riguardo alla questione cruciale di quanti posti (potenzialmente) fissi le aziende "nascondano" con contratti temporanei, anche facendo ruotare nel corso del tempo diversi lavoratori sulla medesima posizione, va infine ricordato, con sollievo, che, secondo analisi condotte da Veneto Lavoro, la quota maggioritaria di lavoro a tempo determinato corrisponde a posti di lavoro effettivamente stagionali o di durata comunque temporanea⁴.

⁴ Per un esercizio di stima di quanti posti di lavoro stabili sono occultati con il ricorso a contratti temporanei, si veda Veneto Lavoro (2017), *Posti di lavoro fissi e lavoratori a termine?*, collana *Misure*, n. 74.

1.3 Retribuzioni e inflazione

Si rafforza la dinamica salariale... Il CSC stima che nell'intera economia la dinamica delle retribuzioni contrattuali, dal +0,6 per cento medio annuo nel biennio 2016-2017, accelererà al +1,5 per cento nel 2018, spinta soprattutto dai rinnovi nel pubblico impiego, e segnerà un altro +1,2 per cento nel 2019, sulla scia della risalita dell'inflazione. Il ritmo delle retribuzioni di fatto continuerà ad essere alimentato da quello delle contrattuali e si attesterà al +1,1 per cento nel 2018 e al +0,9 per cento nel 2019, dal +0,2 per cento nel 2017. A fronte del rialzo dell'inflazione, le retribuzioni reali arretreranno dello 0,4 per cento cumulato nel biennio 2018-2019, dopo il -1,0 per cento nel 2017, erodendo, ma non del tutto, i guadagni registrati negli anni precedenti (+2,1 per cento tra 2012 e 2016).

... spinta dai rinnovi nel pubblico impiego... Nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale), nonostante il blocco delle procedure negoziali (2010-2015) fosse finito, le retribuzioni contrattuali sono rimaste ferme nel 2016-2017, ma sono attese crescere del 2,5 per cento nel 2018 e dell'1,7 per cento nel 2019. Le previsioni del CSC inglobano gli effetti di aumenti a regime di circa il 3 per cento per il triennio 2016-2018, così come previsti dall'intesa Governo-sindacati del 30 novembre 2016 e confermati nei rinnovi per i vari comparti del pubblico impiego siglati tra febbraio e maggio 2018. Gli aumenti saranno erogati interamente nel corso di quest'anno, incrementati di arretrati per il 2016-2017, e con trascinarsi sul 2019. La dinamica delle retribuzioni di fatto nel 2018 (+2,2 per cento) rimarrà lievemente sotto a quella delle contrattuali per effetti di composizione dell'organico, mentre risulterà negativa nel 2019 (-0,8 per cento) per effetto meccanico degli arretrati pagati l'anno precedente. Non sono considerati nello scenario CSC eventuali miglioramenti retributivi a valere sul 2019, connessi al triennio contrattuale 2019-2021.

... e sulla scia dell'inflazione nel settore privato Nell'industria in senso stretto le retribuzioni contrattuali hanno frenato, dal +2,5 per cento medio annuo nel 2014-2015, al +0,5 per cento nel 2016, anno in cui alcuni importanti rinnovi nel settore sono rimasti in stallo. L'ultima tornata

contrattuale ha previsto aumenti (nel metalmeccanico e nel legno) o aggiustamenti delle *tranche* (come nel chimico e nel tessile) sulla base dell'inflazione nell'anno precedente, per evitare scostamenti tra inflazione prevista ed effettiva, che sono stati ampi negli anni passati. Ciò si è tradotto, con prezzi fermi nel 2016, in una dinamica delle contrattuali ancora moderata nel 2017 (+0,6 per cento), che tornerà sopra l'1 per cento nel biennio previsivo, sulla scia della risalita dell'inflazione. La dinamica delle retribuzioni di fatto nominali nell'industria supererà quella delle contrattuali, dato il riallungamento degli orari: +1,1 per cento nel 2018 e +1,6 per cento nel 2019.

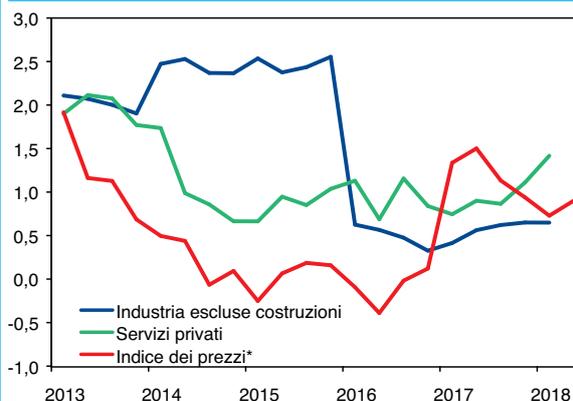
Nel complesso del settore privato, dopo il +0,4 per cento medio annuo nel 2016-2017, le retribuzioni di fatto cresceranno dello 0,7 per cento nel 2018 e accelereranno al +1,5 per cento nel 2019. Dopo il -1,0 per cento nel 2017, quelle reali arretreranno di un altro 0,1 per cento cumulato nel biennio previsivo, dopo il +3,5 per cento registrato tra 2013 e 2016 (Grafico 1.8).

Inflazione ancora lontana dall'obiettivo BCE Nello scenario CSC, la dinamica annua dell'indice dei prezzi al consumo in Italia, dopo il +1,2 per cento nel 2017, si assesta nel 2018, in media, al +1,0 per cento e risale al +1,3 per cento nel 2019, restando lontana dall'obiettivo BCE (+2,0 per cento). Nello scenario CSC è incorporata l'ipotesi che la clausola di salvaguardia sia sterilizzata e non scattino gli aumenti delle aliquote IVA.

Per il 2018, questo profilo sconta una stabilità nella seconda metà dell'anno intorno ai valori correnti: la variazione annua dei prezzi al consumo, con una forte volatilità negli ultimi mesi, è salita al +1,0 per cento a maggio e la variazione già acquisita per il 2018 è pari al +0,9 per cento (Grafico 1.9). La dinamica dell'indice totale si mantiene superiore a quella dei prezzi *core*, calcolata escludendo energia e alimentari. Quest'ultima è inchiodata su valori molto bassi (+0,5 per cento annuo a maggio).

Grafico 1.8

Si chiude la forbice tra contratti e inflazione (Italia, retrib. contratt. per dip. e prezzi al cons.; var. % annue)

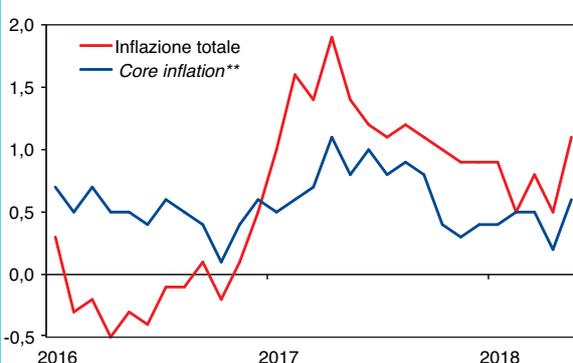


* 2° trimestre 2018: media aprile-maggio.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.9

Inflazione ancora bassa in Italia (Prezzi al consumo NIC*, var. % annue, dati mensili)



* NIC=indice Nazionale per l'Intera Collettività.

** Indice al netto di energetici e alimentari.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Salirà di poco la *core inflation* Per il 2019, la prevista accelerazione dei prezzi è spiegata in gran parte da quelli *core*. Nello scenario CSC, la crescita fragile dell'economia, l'incremento del Costo del Lavoro per Unità di Prodotto (CLUP) e la disoccupazione in calo, ma ancora alta, forniscono una debole spinta a tali prezzi. Viceversa, la concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici continuano a frenarli. Come risultato netto di tali fattori, che in parte si compensano, la dinamica dei prezzi *core* è attesa salire di poco, al +0,8 per cento, in media nel 2018 e al +1,2 per cento nel 2019.

Tra i prezzi *core*, quelli relativi ai servizi crescono a ritmi contenuti (+0,9 per cento annuo a maggio). Quelli dei beni industriali (pari al 26 per cento del paniere dei consumi), invece, hanno una dinamica nulla o poco negativa fin dal 2017 (-0,2 per cento annuo). Questo avviene nonostante la crescita, debole, dei corrispondenti prezzi alla produzione (+0,7 per cento annuo in aprile per i beni di consumo). Ciò sembra indicare che il settore della distribuzione, nel contesto ancora debole, si faccia carico di non trasferire a valle i rincari registrati a monte.

I consumatori italiani, peraltro, continuano a essere molto attenti nella spesa. Anche perché si attendono ancora una riduzione dei prezzi, sebbene con un'intensità minore degli scorsi anni: -5 a maggio le aspettative a 12 mesi, da -18 nel dicembre 2016⁴.

Prezzi energetici in accelerazione nel 2018 I prezzi energetici al consumo in Italia crescono del +2,1 per cento annuo a maggio. Seguono con un ritardo di alcuni mesi e in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti, la quotazione del petrolio tradotta in euro, la cui dinamica è in accelerazione da inizio anno.

Nello scenario CSC, nella media 2018 il rincaro del Brent in euro (+24 per cento) alza i prezzi energetici, con un'intensità attenuata dal rafforzamento del cambio. Ciò spiega perché la variazione annua dell'indice totale è prevista rimanere poco sopra quella dell'indice *core*. Il prezzo del petrolio tradotto in euro diminuisce, invece, nel prossimo anno (-6 per cento). Perciò, la variazione annua dei prezzi energetici registrerà una graduale frenata, fino ad annullarsi, nel corso del 2019.

Anche i prezzi alimentari crescono più della misura *core*: +2,0 per cento annuo a maggio. Tale dinamica è alimentata sia dai prezzi degli alimentari freschi (+2,4 per cento), sia da quelli dei lavorati (+1,7 per cento). I rincari attesi nel 2019 per le materie prime alimentari (+1,3 per cento secondo la *World Bank*) favoriranno il persistere di una dinamica sostenuta di tali prezzi al consumo.

Inflazione più bassa di quella nell'Eurozona La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia, misurata in base agli indici armonizzati IPCA, è ampiamente sotto quella dell'Eurozona. Il differenziale è pari a -0,5 punti in media nei primi cinque mesi del 2018, in ampliamento rispetto al -0,2 nel 2017. In Italia crescono meno sia i prezzi energetici (-0,2 punti percentuali il gap), sia quelli alimentari (-0,9 punti) e anche quelli *core* (-0,4 punti). In particolare, il gap nella misura *core*, apertosi da fine 2017, può riflettere la crescita più lenta dei consumi italiani e quindi una minore pressione sui prezzi.

⁴ Saldi delle risposte. Fonte: indagine Commissione europea.

1.4 Finanza pubblica

Deficit in calo, ma lentamente Il CSC stima un indebitamento netto della Pubblica Amministrazione (PA) in calo all'1,9 per cento del PIL quest'anno (dal 2,3 per cento nel 2017) e all'1,4 per cento nel 2019 (Tabella 1.2). Il 2017 include una componente una tantum legata alla contabilizzazione dei salvataggi bancari che ha aumentato il deficit pubblico in quell'anno per 0,4 punti di PIL.

Lo scenario previsivo include gli effetti finanziari dei provvedimenti approvati fino a marzo 2018 ma differisce dal quadro a legislazione vigente delineato dal Documento di Economia e Finanza (DEF). Infatti, per l'anno prossimo lo scenario CSC incorpora l'annullamento della clausola di salvaguardia che sarebbe dovuta scattare il 1° gennaio 2019, con l'incremento delle aliquote IVA (dal 10 per cento all'11,5 per cento per la ridotta e dal 22 per cento al 24,2 per cento per l'ordinaria) e quello delle accise sui carburanti. Nella previsione si ipotizza che questi aumenti, il cui effetto sul bilancio pubblico è stimato (nelle relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi che li hanno introdotti) pari a 12,5 miliardi di euro, 0,7 punti di PIL (si veda il BOX n. 3), siano compensati dall'eliminazione di alcune agevolazioni fiscali sulle imposte dirette e da altre entrate in conto capitale.

Per il 2018 l'indebitamento netto è di 0,3 punti di PIL superiore a quello previsto nel DEF a causa di una minore dinamica del PIL nominale: +2,5 per cento contro il +2,9 per cento indicato nel DEF. Per il 2019 lo scostamento del deficit sale a 0,6 punti di PIL ed è sempre attribuibile al diverso andamento del PIL nominale, che il CSC stima al +2,2 per cento (contro il +3,2 per cento del DEF).

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle una tantum, sale all'1,9 per cento del PIL nel 2018 (dall'1,7 per cento del 2017) e scende all'1,6 per cento nel 2019. La dinamica del saldo strutturale, che segue la metodologia utilizzata dalla Commissione europea, sconta la prevista inversione del ciclo economico e l'impatto delle una tantum. A causa della più bassa dinamica del PIL, il deficit strutturale risulta, nel 2018, non in linea con il percorso di convergenza verso l'obiettivo di medio periodo (il pareggio di bilancio).

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)					
	2016	2017	2018	2019	Trend
Entrate totali	46,9	46,6	46,3	46,6	↘
Uscite totali	49,3	48,9	48,2	48,0	↘
Pressione fisc. apparente	42,7	42,5	42,1	42,3	↘
Pressione fisc. effettiva	48,2	48,0	47,6	47,8	↘
Indebitamento netto	2,5	2,3	1,9	1,4	↘
Indeb. netto strutturale	1,5	1,7	1,9	1,6	↗
Saldo primario	1,5	1,5	1,6	2,1	↗
Saldo primario strutturale	2,5	2,1	1,6	1,9	↘
Debito pubblico	132,0	131,8	131,6	130,7	↘
Debito pubblico (netto sostegni)*	128,6	128,4	128,3	127,5	↘
<i>Per memoria, al netto del bonus 80 euro:</i>					
Entrate totali	46,3	46,0	45,7	46,0	↘
Uscite totali	48,8	48,3	47,7	47,4	↘
Pressione fisc. apparente	42,1	41,9	41,5	41,8	↘
Pressione fisc. effettiva	47,6	47,4	46,9	47,2	↘

* Prestiti a paesi euro e quota di pertinenza dell'ESM. Trend 2016-2019.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Commissione europea.

Il saldo primario sale all'1,6 per cento del PIL quest'anno (dall'1,5 per cento del 2017) e al 2,1 per cento nel 2019. In termini strutturali è all'1,6 per cento del PIL quest'anno (dal 2,1 per cento del 2017) e all'1,9 per cento l'anno prossimo.

Continua a diminuire l'incidenza della spesa pubblica La spesa pubblica scende al 48,2 per cento del PIL nel 2018 (dal 48,9 per cento del 2017) e al 48,0 per cento nel 2019, mentre aumenta in termini monetari (+1,1 per cento nel 2018 e +1,6 per cento nel 2019): quest'anno principalmente per l'aumento dei redditi da lavoro e delle prestazioni sociali. Preoccupa l'ulteriore contrazione della spesa in conto capitale che, in linea con le stime del DEF, scende al 3,3 per cento del PIL quest'anno e il prossimo, dal 3,8 per cento del 2017.

La spesa per interessi è stimata in diminuzione al 3,6 per cento del PIL nel 2018 (dal 3,8 per cento del 2017) e poi al 3,5 per cento nel 2019. In calo quest'anno anche in termini monetari (-4,2 per cento) e in lieve aumento nel 2019 (+0,6 per cento). I rendimenti dei titoli italiani decennali nei primi quattro mesi del 2018 sono risultati pressoché stabili sui valori del 2017 (in media 195 punti base, contro i 207 in media l'anno scorso).

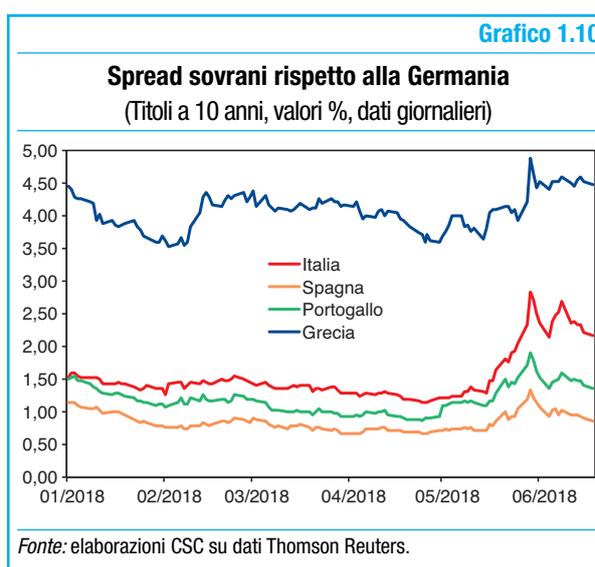
Lo spread tra il rendimento sovrano dell'Italia e quello della Germania è rientrato a 232 punti base (pb) sui titoli decennali a metà giugno, da un picco di 283 a fine maggio. Resta, comunque, di 94 pb più elevato rispetto ai valori medi registrati nei primi 4 mesi del 2018 (quando era a 138 pb; Grafico 1.10).

L'ampliamento dello spread italiano a maggio ha trascinato al rialzo anche quelli dei paesi europei della cosiddetta "periferia". A giugno si è poi registrato un parziale rientro di tali spread, in parallelo all'andamento di quello italiano. Rispetto ai primi 4 mesi, la Spagna si è quasi riallineata (+5 pb), mentre resta un ampliamento in Portogallo (+24) e in Grecia (+45).

Nello scenario di previsione del CSC, si attestano a 217 punti base in media quest'anno e salgono a 230 il prossimo. Il lieve rialzo ipotizzato è da imputare agli effetti derivanti dalla fine del *Quantitative Easing* della BCE. Si assume che le turbolenze registrate sui mercati nelle settimane precedenti la formazione del nuovo Governo siano rientrate e non incidano in modo anomalo sul costo del finanziamento.

In rialzo la pressione fiscale nel 2019 Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC ancora in calo nel 2018, al 46,3 per cento del PIL (dal 46,6 per cento del 2017); torneranno a salire al 46,6 per cento nel 2019.

La pressione fiscale si attesta al 42,1 per cento del PIL nel 2018 (in calo dal 42,5 per cento del 2017), arrivando a toccare il livello più basso dal 2011, per poi risalire al 42,3 per cento l'anno



prossimo. Il rialzo nel 2019 è attribuibile al maggior gettito derivante dall'eliminazione delle agevolazioni fiscali sulle imposte dirette e dalle maggiori entrate in conto capitale. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 47,6 per cento quest'anno e sale al 47,8 per cento nel 2019.

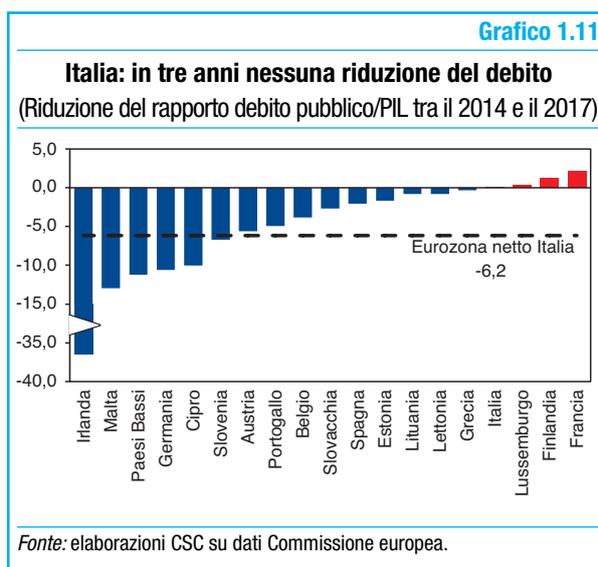
Debito pubblico in riduzione Il rapporto debito pubblico/PIL scende al 131,6 per cento nel 2018 (dal 131,8 per cento del 2017) e al 130,7 per cento nel 2019. Il debito diminuisce anche al netto dei sostegni agli altri paesi europei (pari a 3,3 punti di PIL quest'anno): 128,3 per cento del PIL nel 2018 (dal 128,4 per cento) e 127,5 per cento nel 2019. La stima CSC include 0,3 punti di PIL da dismissioni sia quest'anno sia nel 2019 e un aumento per il 2018 delle disponibilità liquide del Tesoro, come indicato nel DEF, che si ridurranno nel 2019.

L'andamento del debito sconta il risanamento parziale dei conti pubblici avvenuto negli anni scorsi (Grafico 1.11). Siamo usciti dalla seconda recessione nella seconda metà del 2014 e nel 2017 il debito in rapporto al PIL è rimasto allo stesso livello di fine 2014: nella riduzione del debito, negli ultimi tre anni abbiamo fatto peggio di tutti gli altri paesi euro, a parte Lussemburgo, Finlandia e Francia che hanno debiti ben inferiori al 100 per cento del PIL e non hanno ragione di temere le pressioni dei mercati finanziari.

Policy ancora da svelare Lo scenario previsto del CSC non incorpora varie possibili scelte di politica economica che il Governo potrebbe portare avanti, non ancora concretizzate nei documenti ufficiali di programmazione economica. Trattandosi di un Governo appena formatosi e sostenuto da una maggioranza inedita per la politica italiana, è verosimile attendersi che le scelte che verranno adottate saranno in discontinuità rispetto a quelle dei governi che si sono succeduti nella precedente legislatura.

Ciò sembra confermato dal Contratto di governo, l'accordo sottoscritto dai partiti che compongono l'attuale maggioranza parlamentare, che indica, per ciascun tema, le proposte che il Governo sarà chiamato ad attuare. Le proposte, però, non sono ancora sufficientemente definite, né è chiaro come alcune di queste verranno finanziate. Il Contratto indica una serie di interventi, tra cui:

- la sterilizzazione degli aumenti previsti dalla clausola di salvaguardia;
- la riforma fiscale, con la riduzione del numero di aliquote (*flat tax*);
- l'abolizione dell'ultima riforma delle pensioni;
- la riforma degli strumenti di sostegno al reddito per i meno abbienti (reddito di cittadinanza).



Queste misure, potenzialmente, possono avere un impatto molto elevato sulle variabili macroeconomiche e sulla fiducia. Molto dipenderà dal modo e dalla sequenza temporale con la quale verranno declinate.

A livello macroeconomico, il Governo sembra intenzionato a intervenire incisivamente per sostenere la domanda interna, attraverso un aumento del reddito disponibile di imprese e famiglie. La *flat tax* e il reddito di cittadinanza, insieme, potrebbero accrescere il reddito disponibile delle famiglie lungo tutta la distribuzione dei redditi; la riduzione del prelievo sulle imprese accrescerebbe la competitività e favorirebbe maggiori investimenti. La maggior crescita indotta da questi interventi, nelle intenzioni del Governo, dovrebbe agevolare la riduzione del debito pubblico.

Il successo di tale approccio è legato alla gradualità con la quale verranno realizzate le singole misure. Ciò non significa necessariamente una sequenza con la quale viene prima introdotto uno strumento (es. *flat tax*) e poi un altro (es. reddito di cittadinanza); si potrebbe invece immaginare l'introduzione congiunta di più strumenti, ma con applicazioni limitate e graduali. Ciò permetterebbe di testare gli effetti sull'economia e dunque favorirebbe la possibilità di introdurre correttivi nel caso in cui questi effetti non fossero quelli sperati. Inoltre, la gradualità eviterebbe impatti eccessivamente negativi sui conti pubblici.

Il successo è poi legato all'ipotesi di elevati "moltiplicatori fiscali" e di mantenimento di un clima di fiducia positivo sul Paese da parte degli investitori, nazionali e non. I moltiplicatori fiscali stimano l'aumento di PIL attribuibile a una riduzione delle entrate tributarie, ovvero a un aumento delle spese pubbliche. Moltiplicatori elevati rendono conveniente un'espansione fiscale per ridurre i rapporti deficit/PIL e debito/PIL; il contrario accade se i moltiplicatori fiscali sono bassi. Durante la recente recessione, sono stati stimati moltiplicatori molto elevati. Ciò avrebbe suggerito di adottare politiche espansive, anziché restrittive.

La situazione attuale, invece, non appare caratterizzata da moltiplicatori molto elevati⁵. Questo implica che attuare politiche espansive in questa fase rischierebbe di non aumentare la crescita del PIL in misura sufficiente a compensare l'aumento del deficit di bilancio. Quest'ultimo potrebbe far percepire come insostenibile l'elevato debito pubblico italiano e, quindi, i mercati potrebbero finire per richiedere rendimenti via via più alti sui titoli di Stato italiani.

Limitati spazi di bilancio D'altra parte, le regole europee non sembrano al momento concedere ulteriori spazi di bilancio. Quest'anno è a rischio il rispetto del Patto di stabilità e crescita ed è plausibile la richiesta di una manovra correttiva, in corso d'anno, per 0,2 punti di PIL, nello scenario DEF, di 0,5 punti nello scenario CSC. Infatti, per rispettare la regola sul saldo strutturale, l'Italia avrebbe dovuto correggere nel 2018 il saldo di 0,6 punti di PIL e la Commissione europea ha accettato, discrezionalmente, a fine 2017 (su richiesta del Ministro Padoan) che la correzione scendesse, inderogabilmente, a 0,3 punti. Il DEF presentato ad aprile scorso, evidenza, invece, che la riduzione del saldo strutturale sarebbe pari solo a 0,1 punti di PIL mentre il saldo peggiorerebbe di 0,2 punti nello scenario CSC. Peraltro è a rischio di deviazione significativa anche la regola sulla spesa e, fino al 2020, non è previsto il rispetto della regola sulla riduzione del rapporto debito/PIL.

⁵ Al riguardo si veda Auerbach A.J. e Gorodnichenko Y. (2012), *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion*, in *Fiscal Policy after the financial crisis*, University of Chicago press, pp. 63-68.

Nel 2019, la correzione dovrebbe essere di 0,6 punti di PIL. Includendo l'aumento delle imposte indirette previsto dalla clausola di salvaguardia ovvero altre forme di copertura, la regola sul saldo strutturale sarebbe più che rispettata. Non sarebbe quindi possibile usufruire di ulteriori spazi di bilancio, ad esempio, per finanziare in deficit la sterilizzazione della clausola. Infatti, la flessibilità per l'attuazione delle riforme e quella per gli investimenti pubblici non potrà essere richiesta di nuovo fino al raggiungimento del pareggio strutturale; le condizioni cicliche saranno troppo favorevoli per poter apportare una correzione inferiore a 0,6 punti di PIL, come indicato dalla Commissione nella matrice sulla flessibilità di bilancio; infine, la Commissione ha più volte sottolineato che non intende concedere discrezionalmente altri spazi dopo quelli accordati per il 2018 (Tabella 1.3).

Tabella 1.3

Flessibilità di bilancio accordata all'Italia					
(Valori in % del PIL)					
	2015	2016	2017	2018	Totale
	(mld)				
Ciclo economico	0,25				4,1
Clausola riforme strutturali		0,50			8,4
Clausola investimenti		0,21			3,5
Flessibilità flussi migratori	0,03	0,06	0,16		4,3
Flessibilità sicurezza		0,06			1,0
Flessibilità eventi sismici			0,18		3,1
Discrezionalità				0,30	5,3
Totale	0,28	0,83	0,34	0,30	29,7

La flessibilità è rispetto a una correzione annuale di 0,6 punti di PIL.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Ufficio Parlamentare di Bilancio.

BOX n. 3 - Come sono state coperte le clausole di salvaguardia?

Il meccanismo delle clausole di salvaguardia, introdotto a partire dal 2011 nelle manovre di bilancio, consiste nel prevedere, per legge, un aumento futuro e automatico di entrate al fine di garantire un miglioramento dei saldi di finanza pubblica. Tale aumento può essere evitato individuando coperture finanziarie alternative in grado di generare maggiori entrate o minori spese dello stesso ammontare di quelle generate dalle clausole.

L'utilizzo delle clausole è da collegare alla necessità di rassicurare i mercati finanziari circa la discesa del deficit e del debito pubblici. Furono inizialmente sollecitate dalle istituzioni europee per garantire il miglioramento prospettico del deficit di bilancio.

Tabella A

Clausole di salvaguardia: valore e coperture			
(Dati in miliardi di euro)			
	Clausole	Coperture	Finanziate in deficit
2012	4,0	4,0	0,0
2013	16,0	12,7	2,2
2014	20,0	15,8	0,0
2015	3,0	0,0	3,0
2016	19,8	5,9	13,9
2017	29,2	3,7	25,5
2018	22,0	8,6	13,3
2019	22,0	1,0	8,5
2020	22,0	0,4	2,4
2021	22,0	0,0	2,4
Totale	179,9	52,2	71,2

Fonte: elaborazioni CSC su relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi.

Dal 2012, anno in cui sarebbe dovuto scattare il primo aumento di entrate, al 2021, in cui dovrebbe partire l'ultimo, le clausole di salvaguardia avrebbero dovuto assicurare, complessivamente, un gettito aggiuntivo pari a 179,9 miliardi di euro, poco più di 10 punti di PIL (Tabella A). Questo ammontare è ottenuto come somma del gettito annuale derivante dalle clausole così come è stato stimato nelle relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi che le hanno introdotte. Gran parte degli aumenti d'imposta previsti dalle clausole, il 39,6 per cento (71,2 miliardi), sono stati sterilizzati in deficit; il 29,0 per cento (52,2 miliardi) sono stati annullati e coperti con minori spese e altre maggiori entrate. Solo dal 2013 è scattato l'aumento dell'aliquota IVA ordinaria. È ancora in vigore la clausola che prevede incrementi delle imposte indirette negli anni 2019-2021.

La prima clausola di salvaguardia, varata nell'estate 2011 dal Governo Berlusconi, assicurava 4 miliardi di maggiori entrate nel 2012, che salivano a 16 nel 2013, per arrivare a 20 dal 2014 (Tabella B). Queste entrate inizialmente dovevano essere ottenute con il taglio lineare delle agevolazioni fiscali; successivamente (con il DL 201/11) furono legate all'aumento delle aliquote IVA. Complessivamente, sommando le maggiori entrate attese tra il 2012 e il 2014, la clausola valeva 40 miliardi di euro. Di questi, 5,3 miliardi sono stati incassati con l'aumento dell'aliquota ordinaria IVA di un punto percentuale (dal 21 al 22) scattato a partire da ottobre 2013, mentre i 34,7 miliardi restanti (pari all'86,8 per cento) sono stati sterilizzati in meno di due anni attraverso quattro provvedimenti legislativi varati da due diversi governi (Monti e Letta), finanziandone in deficit soltanto 2,2 miliardi.

La clausola di salvaguardia introdotta a dicembre 2013 dal Governo Letta, a copertura di variazioni delle aliquote di imposta e tagli delle agevolazioni fiscali, garantiva 3 miliardi di maggiori entrate dal 2015, ulteriori 4 dal 2016 e 3 aggiuntivi dal 2017. Quindi tra il 2015 e il 2017 la clausola avrebbe apportato complessivamente 20 miliardi di maggiori entrate. Attraverso le leggi di stabilità varate dal Governo Renzi nei due anni a seguire, è stata completamente sterilizzata. La maggior parte (12,6 miliardi) è stata finanziata in deficit; i restanti 7,4 miliardi sono stati coperti con maggiori entrate e minori spese.

La clausola di salvaguardia attualmente in vigore, introdotta a dicembre 2014 dal Governo Renzi, prevedeva inizialmente aumenti delle aliquote IVA, ordinaria e ridotta, e delle accise in misura tale da garantire maggiori entrate per 12,8 miliardi nel 2016, che sarebbero dovute salire a 19,2 nel 2017 e a 22 miliardi a partire dal 2018. In sei anni, tra il 2016 e il 2021, la clausola avrebbe garantito 119,9 miliardi di euro aggiuntivi al bilancio pubblico. Negli ultimi tre anni e mezzo è stata rivista ben 5 volte (attraverso provvedimenti legislativi varati dallo stesso Governo Renzi prima e da quello Gentiloni poi) sia per sterilizzarne sia per accrescerne gli effetti. Sono stati annullati gli aumenti di IVA e accise previsti per il 2016, il 2017 e il 2018 e ridotti quelli per gli anni a venire. Degli iniziali 119,9 miliardi di maggiori entrate previste tra 2016 e 2021, 51,2 miliardi sono ancora in vigore (12,5 dal 2019, ulteriori 6,7 dal 2020 e altri 400 milioni dal 2021); 68,7 miliardi sono stati sterilizzati (il 57,3 per cento) e di questi 56,4 miliardi sono stati finanziati in deficit, mentre i restanti 12,3 sono stati coperti con maggiori entrate e minori spese.

Tabella B

Cronistoria delle clausole di salvaguardia

(Dati in miliardi di euro)

Iniziativa legislativa	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Governo in carica
DL 98/11 - DL 138/11	4,0	16,0	20,0								Berlusconi
DL 201/11 Decreto Salva Italia	-4,0	-2,9	-3,6								Monti
<i>di cui finanziati in deficit</i>	0,0	0,0	0,0								
Clausola ancora attiva	0,0	13,1	16,4								
DL 95/12 Decreto Spending review		-6,6	-9,8								Monti
<i>di cui finanziati in deficit</i>		0,0	0,0								
Clausola ancora attiva		6,6	6,6								
Legge di Stabilità 2013		-4,4	-2,3								Monti
<i>di cui finanziati in deficit</i>		2,2	0,0								
Clausola ancora attiva		2,1	4,2								
DL 76/13 Decreto lavoro		-1,1	0,0								Letta
<i>di cui finanziati in deficit</i>		0,0	0,0								
Clausola attivata		1,1	4,2								
Legge di Stabilità 2014				3,0	7,0	10,0					Letta
Legge di Stabilità 2015				-3,0	-3,7	-3,7					Renzi
<i>di cui finanziati in deficit</i>				3,0	0,0	0,0					
Clausola ancora attiva				0,0	3,3	6,3					
Legge di Stabilità 2016					-3,3	-6,3					Renzi
<i>di cui finanziati in deficit</i>					3,3	6,3					
Clausola abrogata					0,0	0,0					
Legge di Stabilità 2015					12,8	19,2	22,0	22,0	22,0	22,0	Renzi
Legge di Stabilità 2016					-12,8	-4,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	Renzi
<i>di cui finanziati in deficit</i>					10,6	4,1	2,4	2,4	2,4	2,4	
Clausola ancora attiva					0,0	15,1	19,6	19,6	19,6	19,6	
Legge di Bilancio 2017						-15,1	0,0	3,7	3,7	3,7	Renzi
<i>di cui finanziati in deficit</i>						15,1	0,0				
Clausola ancora attiva						0,0	19,6	23,3	23,3	23,3	
DL 50/17 Manovrina							-3,8	-4,4	-4,1	-3,7	Gentiloni
<i>di cui finanziati in deficit</i>							0,0	0,0	0,0	0,0	
Clausola ancora attiva							15,7	18,9	19,2	19,6	
DL 148/17 Decreto fiscale							-0,8	-0,3	0,0	0,0	Gentiloni
<i>di cui finanziati in deficit</i>							0,0	0,0	0,0	0,0	
Clausola ancora attiva							14,9	18,5	19,2	19,6	
Legge di Bilancio 2018							-14,9	-6,1	0,0	0,0	Gentiloni
<i>di cui finanziati in deficit</i>							10,9	6,1	0,0	0,0	
Clausola ancora attiva							0,0	12,5	19,2	19,6	

Fonte: elaborazioni CSC su relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi.

1.5 Fattori di competitività

Sulla competitività delle imprese italiane incidono una serie di fattori, relativi alla disponibilità di risorse per realizzare investimenti e altre attività produttive (l'offerta di credito), ai costi di tali attività (quello del lavoro, quello del credito) e, quindi, alla redditività dell'attività (i margini).

Il credito cresce poco Il credito alle imprese italiane (+2,2 per cento annuo in aprile) continua a fornire un sostegno debole all'attività economica in Italia, a causa di un'offerta ancora stretta⁶. La situazione nel 2018, comunque, è migliore rispetto al 2016-2017 quando lo stock di prestiti era sostanzialmente fermo (Grafico 1.12).

I prestiti registrano andamenti settoriali eterogenei: nel manifatturiero si ha una crescita robusta (+3,7 per cento annuo a febbraio 2018), meno nei servizi (+1,9 per cento), mentre nelle costruzioni prosegue il forte calo (-3,4 per cento).

Costo del credito ai minimi, domanda su La domanda di fondi da parte delle imprese è risalita sopra i valori pre-crisi, con un'ulteriore forte espansione nel primo trimestre (indagine Banca d'Italia). In particolare, le richieste per finanziare investimenti produttivi sono in netta ripresa dalla primavera 2017.

La domanda è favorita dal costo del credito ai minimi (1,5 per cento in media in aprile), grazie soprattutto alle misure espansive BCE. Le imprese di minori dimensioni pagano il 2,0 per cento in media, quelle più grandi l'1,0 per cento⁷. Nello scenario previsivo CSC il costo resta basso, dato il marginale aumento ipotizzato per i rendimenti sovrani in Italia.

Offerta di credito ancora stretta L'offerta di credito, invece, resta più stretta rispetto al 2007 e ancora molto selettiva, nonostante il graduale allentamento dal 2014. La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti continua il trend di lenta discesa (5,2 per cento a marzo, da 13,0 per cento nel 2013; indagine ISTAT).

Il principale freno all'offerta continua a venire dalle sofferenze accumulate nei bilanci bancari durante la doppia recessione (114 miliardi di euro a marzo, 15,6 per cento dei prestiti). Nell'ultimo anno si è avuto un deciso miglioramento (-31 miliardi dal picco di inizio 2017), specie grazie alle cartolarizzazioni di prestiti deteriorati, cancellati dai bilanci bancari (Grafico 1.13). Inoltre, grazie alla risalita dell'economia, il flusso di nuovi prestiti deteriorati si è ridotto poco

Grafico 1.12

Credito alle imprese in debole crescita in Italia (Dati mensili, var. % annue dello stock di prestiti bancari*)



* Corretto per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

⁶ I prestiti alle famiglie italiane crescono più rapidamente (+2,9% annuo in aprile).

⁷ Resta ai minimi anche il costo dei mutui per la casa (2,2% il TAEG) e del credito al consumo (8,3%).

sopra i valori pre-crisi (3,4 per cento dello stock nel quarto trimestre 2017, da 2,8 per cento nel 2007). Tuttavia, non è abbastanza per far crescere le erogazioni a ritmi più elevati.

Le sofferenze al netto dei fondi rettificativi, sui prestiti a imprese, famiglie e altri settori, sono scese a 54 miliardi a marzo, dal 77 di un anno prima. Gli accantonamenti, però, incidono sulla redditività bancaria, limitando la capacità di espandere i bilanci con l'erogazione di credito.

Sulle banche, inoltre, continua a gravare l'incertezza di ulteriori interventi regolamentari, alcuni effettivamente varati di recente (regole sulla gestione dei prestiti deteriorati) e altri in discussione. Tra questi ultimi, il pacchetto cosiddetto di "Basilea 4" relativo ai *ratio* di capitale e i proposti limiti sui portafogli di titoli sovrani (che sarebbero controproducenti, si veda la seconda parte del rapporto). Questo tiene alta l'avversione degli istituti al rischio, frenando l'offerta di prestiti.

Torna su il costo del lavoro per unità di prodotto Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dello 0,6 per cento sia nel 2018 sia nel 2019, dopo essere sceso dello 0,3 per cento nel 2017. La produttività continuerà, infatti, a crescere a passo lento nel biennio previsivo (+0,5 per cento nel 2018 e +0,3 per cento nel 2019, dopo il +0,5 per cento nel 2017), mentre il costo del lavoro accelererà insieme alle retribuzioni (+1,1 per cento nel 2018 e +0,9 per cento nel 2019, dopo il +0,2 per cento del 2017).

Anche nell'industria in senso stretto il CLUP, la cui corsa si era arrestata nel biennio 2016-2017, tornerà a crescere nel 2018 (+0,4 per cento) e balzerà dell'1,0 per cento nel 2019. I nuovi aumenti attesi rischiano di ampliare lo svantaggio competitivo delle imprese italiane, sommandosi al gap che si è accumulato sia dal 2008 sia nel pre-crisi (Grafico 1.14).

Le implicazioni di *policy* sono immediate. Servono una riduzione del cuneo fiscale sul lavoro, politiche che stimolino la cre-

Grafico 1.13

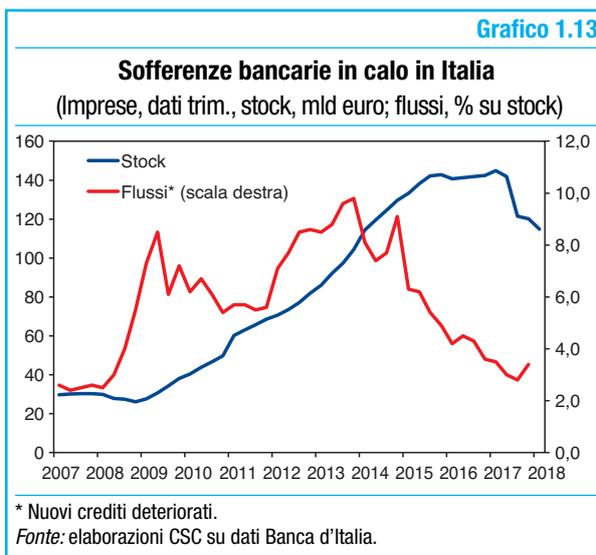
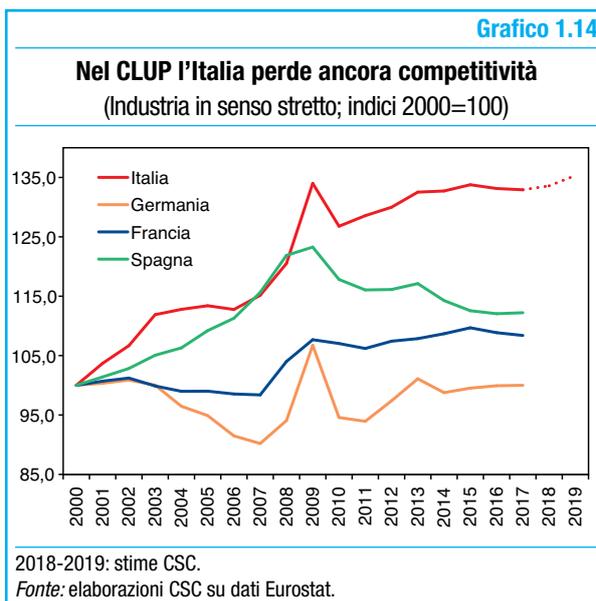


Grafico 1.14



scita della produttività (per esempio tramite il sostegno dell'innovazione delle imprese) e un miglior allineamento della dinamica dei salari a quest'ultima, spostando il baricentro della contrattazione collettiva verso il livello aziendale.

Margini industriali stabili In Italia il *mark-up* delle imprese manifatturiere, in media, si mantiene nel primo trimestre 2018 sui valori raggiunti a inizio 2016 (-0,1 per cento in due anni, Grafico 1.15). I margini industriali avevano registrato un recupero significativo tra 2013 e 2016 (+3,3 per cento), che li aveva riportati oltre i livelli pre-crisi. L'andamento del *mark-up* è risultato piatto negli ultimi due anni anche per il totale dell'economia, dopo il +1,3 per cento nel 2013-2016.

Il *mark-up* è determinato dal differenziale tra l'andamento dei prezzi di vendita (misurati al cancello della fabbrica) e quello dei costi unitari di produzione. Nello scenario CSC, il prezzo del petrolio esercita una pressione al ribasso sui margini nel 2018, mentre li sostiene nel 2019. La prevista risalita del CLUP nell'industria, invece, pesa sul *mark-up* in entrambi gli anni.

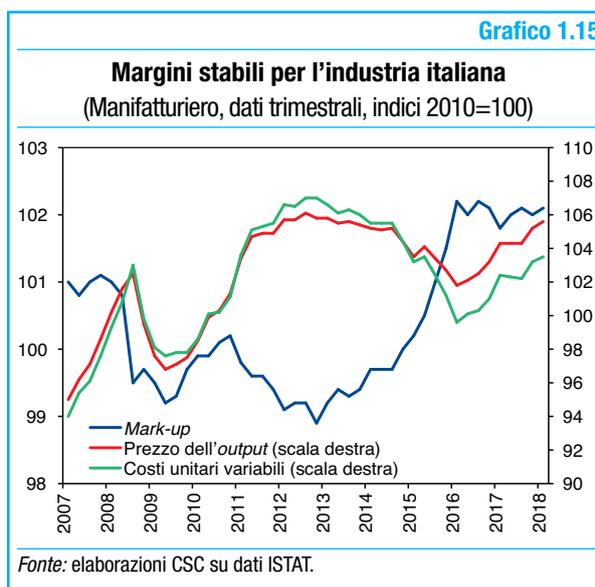
La stabilità del *mark-up* manifatturiero negli ultimi due anni deriva da due tendenze che si compensano. I costi registrano un trend di incremento: +3,9 per cento nel primo trimestre 2018 rispetto a inizio 2016; ciò è dovuto al rialzo dei prezzi degli input intermedi, tra cui le commodity (+4,9 per cento), mentre ha continuato a calare il CLUP. I prezzi alla produzione stanno seguendo l'incremento dei costi (+3,7 per cento): le imprese, infatti, rincarano i listini per evitare un'erosione della redditività.

1.6 Scenari alternativi per le aliquote IVA

Lo scenario base del CSC, presentato in Tabella 1.1, assume che nel 2019 non scatti la clausola di salvaguardia e, quindi, non si verifichi l'aumento delle aliquote IVA. Tale annullamento viene interamente coperto da altre maggiori entrate (12,5 miliardi di euro nel primo anno, 19,1 miliardi a regime dal secondo anno).

Tra la ampia varietà di scenari possibili, si è proceduto a simulare gli effetti di quattro schemi alternativi, caratterizzati nel modo seguente:

- Scenario 1: annullamento degli aumenti delle aliquote IVA, finanziato interamente in deficit. Tale scenario include l'ipotesi di un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato (di 100 punti



base), a causa della reazione dei mercati finanziari a fronte di un provvedimento che incide negativamente sui conti pubblici.

- Scenario 2: annullamento degli aumenti delle aliquote IVA, finanziato per mezzo di una riduzione della spesa pubblica di pari ammontare, ripartita in misura proporzionale sulle diverse voci di spesa (escluse pensioni, trasferimenti alle famiglie, redditi da lavoro). In tale scenario è inclusa l'ipotesi che i rendimenti sui titoli di Stato diminuirebbero (di 100 punti base), dato che la fiducia sui mercati sarebbe accresciuta dal taglio della spesa.
- Scenario 3: aumento delle aliquote IVA, come previsto a legislazione vigente. A differenza dei primi due scenari, non si include una variazione dei rendimenti sui titoli del debito pubblico italiano, poiché gli investitori potrebbero essere assicurati dal miglioramento dei saldi di bilancio.
- Scenario 4: aumento delle aliquote IVA e utilizzo delle risorse così raccolte per realizzare investimenti pubblici addizionali. Anche in questo caso, non si include una variazione dei rendimenti sui titoli del debito pubblico italiano.

Tali scenari alternativi, secondo le simulazioni effettuate con il modello econometrico del CSC, produrrebbero i risultati riportati nella Tabella 1.4, da interpretare come impatti massimi teorici sull'economia italiana.

Scenari alternativi per l'IVA (Differenze rispetto allo scenario base*)		Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
PIL (var. %)	1 - No aumento IVA, finanziato a deficit	-0,1	-0,1	0,0	0,0
	2 - No aumento IVA, finanziato da tagli della spesa	-0,1	0,0	0,1	0,1
	3 - Sì aumento IVA	-0,2	-0,5	-0,2	0,1
	4 - Sì aumento IVA, compensato da più investimenti	0,5	0,3	0,4	0,5
Deficit/PIL (%)	1 - No aumento IVA, finanziato a deficit	0,9	1,6	1,6	1,6
	2 - No aumento IVA, finanziato da tagli della spesa	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4
	3 - Sì aumento IVA	0,2	0,3	0,4	0,4
	4 - Sì aumento IVA, compensato da più investimenti	0,5	0,5	0,2	-0,1
Debito/PIL (%)	1 - No aumento IVA, finanziato a deficit	1,1	2,8	4,3	5,9
	2 - No aumento IVA, finanziato da tagli della spesa	-0,1	-0,6	-0,9	-1,4
	3 - Sì aumento IVA	-0,6	-0,7	-0,3	0,2
	4 - Sì aumento IVA, compensato da più investimenti	-1,2	-2,4	-3,2	-4,3

* Si veda la Tabella 1.1.
Fonte: elaborazioni e stime CSC.

1. Lo scenario 1, rispetto a quello base, comporterebbe una crescita poco più bassa nei primi due anni, per poi ritornare in linea nel terzo e quarto anno. Ciò perché la spinta al PIL derivante dalle minori imposte (dirette e altre) viene più che vanificata dall'aumento dei tassi

di interesse. Il rapporto deficit/PIL sarebbe più alto fin dal primo anno, con un peggioramento maggiore dal secondo anno in poi. Il rapporto debito/PIL, di conseguenza, si attesterebbe su un valore molto più alto rispetto al *baseline* alla fine del periodo di simulazione.

2. Lo scenario 2 comporterebbe una crescita in linea con lo scenario base (poco sotto nel primo anno, leggermente sopra dal terzo). Ciò perché la spinta al PIL data dalle minori imposte (dirette e altre) e dalla riduzione dei tassi di interesse viene compensata dal calo di varie voci di spesa, in particolare gli acquisti pubblici. Il rapporto deficit/PIL sarebbe inferiore allo scenario base in tutto il periodo. Quindi, il rapporto debito/PIL si attesterebbe su un valore poco più basso rispetto al *baseline* nel quarto anno.
3. Lo scenario 3 comporterebbe una crescita significativamente inferiore al *baseline* nei primi tre anni, mentre nel quarto il differenziale torna leggermente positivo. Ciò perché l'impatto recessivo sulla crescita esercitato dall'aumento IVA sarebbe maggiore di quello derivante dagli aumenti di imposte dirette e altre imposte. Di conseguenza peggiora anche il rapporto deficit/PIL, che sarebbe poco più alto lungo tutto il periodo. Come risultato di queste due dinamiche, il rapporto debito/PIL si attesterebbe a un valore vicino allo scenario base nell'ultimo anno.
4. Lo scenario 4 comporterebbe una crescita molto superiore al *baseline* in tutto il periodo di simulazione, grazie alla realizzazione di investimenti pubblici aggiuntivi, nonostante l'impatto negativo sui consumi per l'aumento dei prezzi. Il rapporto deficit/PIL sarebbe poco più alto nei primi tre anni, ma poi la differenza si invertirebbe nel quarto anno grazie alla maggior crescita economica. Il rapporto debito/PIL, di conseguenza, si attesterebbe a un valore molto inferiore al *baseline* nel quarto anno.

Queste stime econometriche mostrano l'importanza di considerare i possibili impatti sull'economia dei diversi scenari in un orizzonte di medio termine. E il confronto tra i vari scenari fornisce indicazioni utili.

Sia finanziando a deficit l'annullamento della clausola IVA, sia finanziandola con tagli della spesa, non si otterrebbe uno stimolo per la crescita, ma nel primo caso si avrebbe un incremento marcato del rapporto debito/PIL, nel secondo almeno si avrebbe un calo. Invece, far scattare l'aumento IVA per finanziare investimenti sarebbe in grado di stimolare così tanto la crescita che, nonostante un deficit più alto rispetto allo scenario di IVA ferma e tagli alla spesa, si riuscirebbe a condurre il rapporto debito/PIL ancora più in basso. Va considerato che l'impatto sui conti pubblici dell'aumento dell'IVA è consistente: un punto di aliquota ordinaria e di ridotta, secondo le relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi, genera 6,4 miliardi di maggior gettito (Tabella 1.5).

Tabella 1.5

Il gettito generato da un aumento IVA
(Miliardi di euro)

Aliquota Ridotta		2,3
Aliquota Ordinaria	Un punto è uguale a:	4,1

Fonte: elaborazioni CSC su relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi.

1.7 Lo scenario internazionale

1.7.1 Il contesto globale

Scambi globali in espansione La crescita del commercio mondiale prosegue a un passo significativo, sebbene con alcuni segnali di rallentamento. È sostenuta, da oltre un anno, dalla fase espansiva del ciclo degli investimenti e dell'attività manifatturiera. Fattori che agiscono da forti attivatori degli scambi con l'estero, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. Il commercio internazionale, a sua volta, contribuisce a diffondere l'espansione dell'attività tra i paesi, anche attraverso le catene globali del valore.

Nel 2017 gli scambi con l'estero sono cresciuti del 4,6 per cento, dopo un quinquennio di risultati deludenti (+2,0 per cento in media d'anno). Nello scenario CSC, il commercio internazionale registra una lieve frenata (+4,2 per cento nel 2018 e +4,0 nel 2019), in linea con una decelerazione degli investimenti e del manifatturiero (Tabella 1.6). Nonostante il rallentamento atteso, questo scenario comporta una revisione al rialzo rispetto a quanto indicato nel dicembre 2017 (+3,9 e +3,6). Ciò riflette dati migliori del previsto a fine 2017 e il rialzo delle previsioni sulla crescita negli USA e nell'Eurozona (si veda oltre).

Lo scenario di lieve rallentamento degli scambi mondiali nel 2018-2019 è coerente con le recenti indicazioni congiunturali. Il commercio internazionale aveva ereditato un forte abbrivio a inizio 2018, ma ha poi registrato uno stop in febbraio e marzo. Il quale è soprattutto il risultato di una debolezza degli scambi dell'Eurozona. Gli indicatori qualitativi puntano a un andamento lento del commercio globale anche nel secondo trimestre 2018.

Ciò è da imputare anche alla forte instabilità geopolitica internazionale, che ha origine soprattutto dalle politiche recenti dell'amministrazione USA: l'aumento delle tensioni con l'Iran, i dazi su acciaio e alluminio applicati anche a paesi amici quali quelli dell'Unione europea, le annunciate misure e contromisure protezionistiche con la Cina. I nuovi dazi effettivamente applicati, per il momento, hanno un impatto ridotto sul commercio internazionale (si veda il BOX n. 4), ma le decisioni USA di lasciar scadere il primo giugno le esenzioni temporanee (su acciaio e alluminio) concesse ad alcuni partner, tra cui la UE, e di applicare i dazi su una prima lista di prodotti cinesi dal prossimo 6 luglio, peggiorano il quadro. In particolare, l'elevata incertezza sulle regole del gioco a livello mondiale riduce la fiducia delle imprese, frena le commesse all'estero e induce a rimandare gli investimenti diretti esteri.

Il new normal di scambi e PIL Il commercio mondiale continuerà comunque, nel biennio previsivo, a crescere a un ritmo poco superiore a quello del PIL mondiale (+3,2 per cento nel 2018 a cambi

Tabella 1.6

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)

	2016	2017	2018	2019	Trend
Commercio mondiale	1,4	4,6	4,2	4,0	
Prezzo del petrolio ¹	45	55	72	68	
Cambio dollaro/euro ²	1,11	1,13	1,19	1,17	
Tasso FED effettivo ³	0,40	1,01	1,80	2,40	
Tasso BCE ³	0,01	0,00	0,00	0,08	

¹ Dollari per barile, ² livelli, ³ valori percentuali. Trend 2016-2019.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Thomson Reuters, FMI, CPB.

di mercato e +3,1 nel 2019, dopo +3,2 nel 2017), proprio perché i dazi effettivi oggi non mordono molto sugli scambi e lo scenario CSC sconta un graduale assestamento dei rapporti commerciali tra gli USA e i principali partner.

D'altra parte, la dinamica del PIL globale si stabilizza intorno ai suoi valori pre-crisi (+3,2 per cento annuo), mentre quella degli scambi con l'estero rimane ampiamente al di sotto del +6,9 per cento annuo registrato nei due decenni prima del 2008 (Grafico 1.16). Di conseguenza, l'elasticità del commercio al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, si attesta poco sopra all'unità (1,3 circa), rispetto a valori pre-crisi superiori al 2.

Ciò rispecchia il *new normal* della crescita globale, in cui diversi fattori strettamente interconnessi frenano, in modo persistente, la dinamica degli scambi con l'estero rispetto al periodo pre-crisi: anzitutto, proprio il crescente ricorso a misure protezionistiche sia tariffarie che non tariffarie (spesso poco visibili o misurabili), specie da parte dei paesi avanzati, Stati Uniti in testa; inoltre lo stop all'espansione delle catene globali del valore, anche a causa di una regionalizzazione degli scambi asiatici intorno al polo cinese; e la normalizzazione della crescita in Cina, con minore contributo del settore estero.

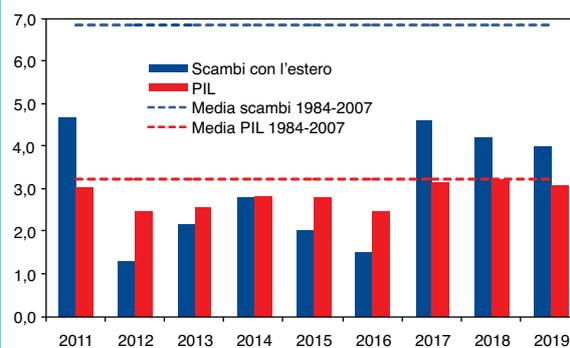
Baricentro della crescita verso gli emergenti

La crescita del PIL è diffusa alle principali economie mondiali (Grafico 1.17). Nel biennio di previsione continuerà a essere trainata dall'espansione a ritmi sostenuti delle economie emergenti e, specie nell'anno in corso, degli Stati Uniti. Resterà robusto anche il contributo dell'Eurozona, pur mostrando segnali di rallentamento già nel 2018.

Le stime sulla crescita dell'Eurozona sono riviste al rialzo rispetto allo scenario CSC di dicembre 2017: +2,3 per cento nel 2018 (da +2,1) e +2,1 per cento nel 2019 (da +1,9). Al netto dell'Italia, la crescita prevista sarebbe più elevata di due decimi in entrambi gli anni. Nonostante il lieve rallentamento a inizio 2018 (+0,4 per cento nel primo trimestre, dopo +0,7 nel quarto 2017), infatti, la crescita continuerà a essere so-

Grafico 1.16

PIL e scambi mondiali in crescita sostenuta (Mondo, dati a prezzi costanti e cambi di mercato, var. %)

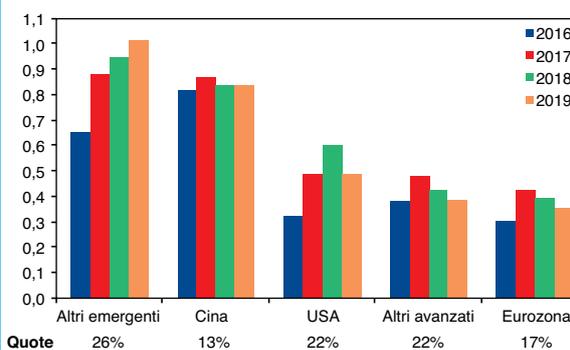


2018-2019: stime CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB e FMI.

Grafico 1.17

Emergenti primi per contributo alla crescita mondiale (PIL, punti percentuali)



Paesi/aree ordinati sui contributi nel 2019. 2018-2019: stime CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

stenuta dal rafforzamento dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese.

I consumi nell'area sono favoriti, in particolare, dalle buone condizioni del mercato del lavoro e dall'elevata fiducia (Grafico 1.18). In marzo il tasso di disoccupazione è sceso all'8,5 per cento (da 9,1 nella media 2017), toccando un minimo dal 2008. Il numero delle persone senza lavoro, pur restando elevato, si è ridotto (13,8 milioni, da 14,1 a gennaio). Nelle indagini congiunturali, le imprese industriali segnalano carenze di personale che frenano l'espansione della produzione.

Le strozzature dal lato dell'offerta nell'Eurozona stimolano maggiori spese per ampliare la capacità produttiva. Gli investimenti in macchinari delle imprese industriali sono previsti in accelerazione nel 2018 (+7,0 per cento, dopo +4,8 nel 2017), secondo l'indagine della Commissione europea. Inoltre, la solidità e la durata degli incrementi della domanda dovrebbero sbloccare decisioni di investimento già programmate ma non ancora realizzate.

Anche la dinamica del PIL negli USA è rivista al rialzo rispetto allo scenario CSC di dicembre: +2,8 per cento nel 2018 (da +2,5) e +2,3 per cento nel 2019 (da +2,1). I segnali congiunturali puntano a un rimbalzo della crescita nel secondo trimestre 2018, dopo un primo trimestre non brillante (+2,2 per cento annualizzato; Grafico 1.19).

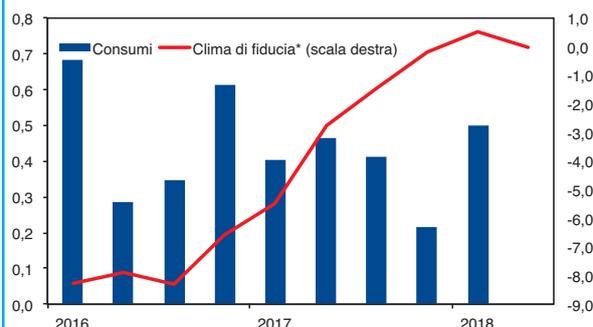
La causa sottostante alla revisione al rialzo della previsione CSC è, soprattutto, l'accordo bipartisan sul budget federale USA, raggiunto a febbraio, che è di portata più ampia rispetto all'atteso (296 miliardi per due anni). Il suo effetto sulla crescita del PIL è stimato in +0,2 punti percentuali nel 2018 e +0,4 nel 2019. Questo stimolo espansivo andrà ad aggiungersi a quello già atteso dalla riforma fiscale (+0,5 punti percentuali cumulati nel 2018-2019).

Le altre politiche e i *driver* di crescita restano invariati.

Primo, il percorso di normalizzazione della politica monetaria USA è atteso proseguire senza improvvise accelerazioni; la crescita dei salari, in particolare, non è attesa deviare il sentiero dei tassi.

Grafico 1.18

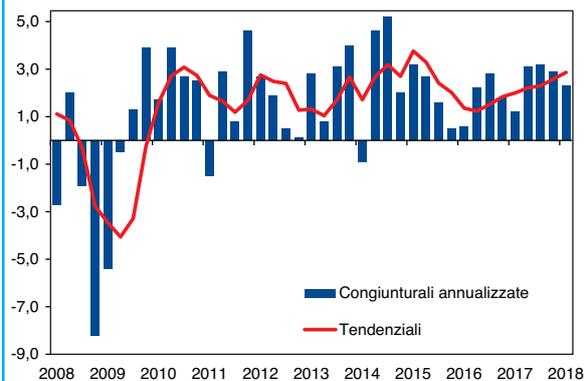
La fiducia dei consumatori resta sui livelli elevati (Eurozona, var. % cong.; media saldi delle risposte; dati trim.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione europea.

Grafico 1.19

Crescita solida negli USA (Var. %, dati trimestrali destag. a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

Secondo, il mercato del lavoro americano rimane in solida espansione, con un incremento medio degli occupati non agricoli ancora robusto nel primo trimestre 2018 e un tasso di disoccupazione sceso al 3,8 per cento a maggio. Ciò continuerà a sostenere i consumi, che potranno contare anche sugli effetti del taglio delle tasse.

Terzo, l'elevata dinamica della produttività nel settore manifatturiero USA dovrebbe sostenere la spesa in beni capitali: il lungo ciclo degli investimenti non residenziali è ancora in fase espansiva, sebbene gli indicatori qualitativi mostrino i primi segnali di decelerazione.

L'espansione delle economie emergenti, invece, continua in linea con quanto incluso nello scenario CSC di dicembre (+4,8 per cento nel 2018 e +4,9 nel 2019), mantenendosi vicina ai valori osservati prima della crisi (+5,2 per cento in media nel 2000-2007) e trainando la crescita globale. Prosegue, quindi, l'incremento del peso degli emergenti sul PIL mondiale: nel 2019 sarà di quasi due punti percentuali più alto rispetto al 2016 (calcolato a parità di potere di acquisto).

Rischi prevalentemente al ribasso Molti i fattori di rischio al ribasso che gravano sullo scenario internazionale e che non sono inglobati nella previsione CSC.

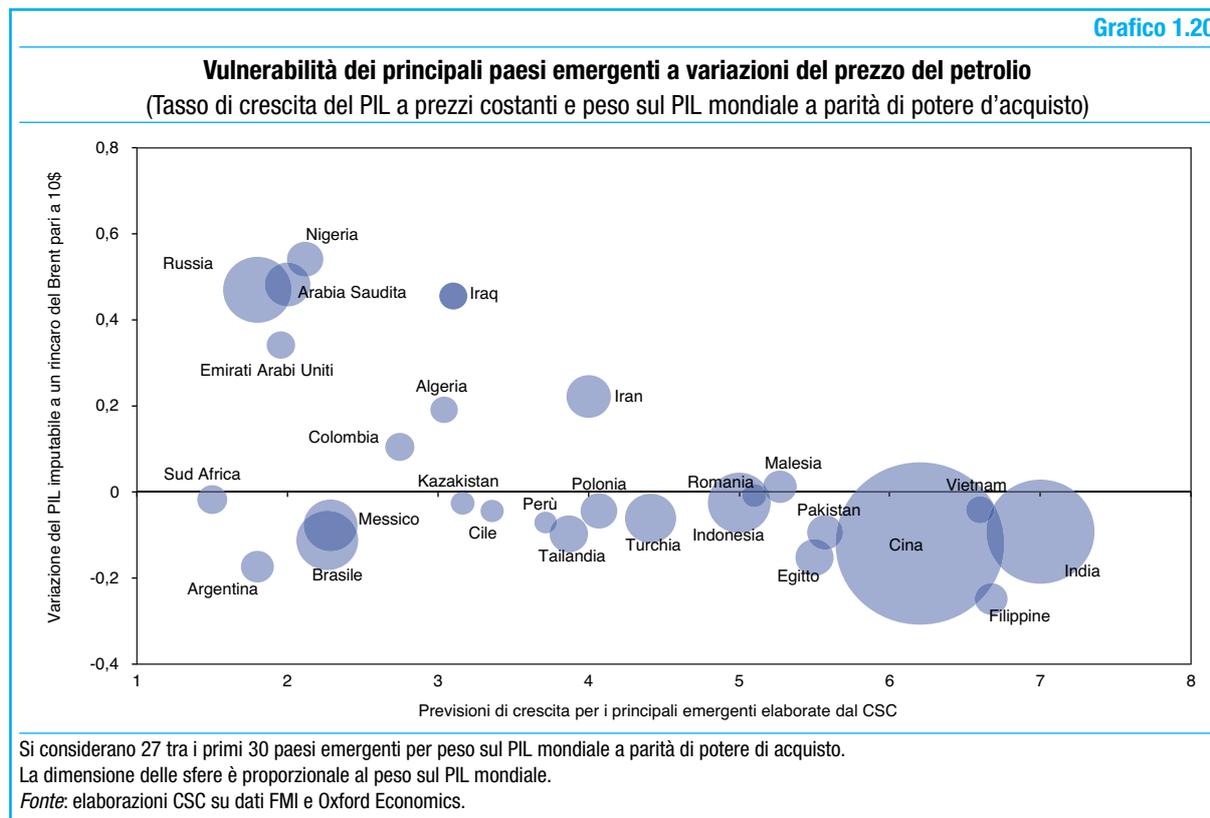
1. Una vera e propria spirale protezionistica tra gli USA e i principali partner produrrebbe un netto effetto recessivo sugli scambi globali e anche sul PIL. Sul fronte cinese, in particolare, gli ultimi accordi non sono risolutivi delle controversie sulla politica industriale e sulla proprietà intellettuale e non sono serviti a procrastinare l'*escalation*. L'eventualità di una guerra commerciale, al momento improbabile, rappresenta un significativo rischio. In particolare, per l'economia USA un'*escalation* con la Cina delle misure protezionistiche potrebbe comportare una minore crescita di 0,15 punti percentuali nel 2018 e di 0,7 nel 2019; anche la rinegoziazione del NAFTA, che dovrebbe essere completata non prima del 2019, potrebbe complicarsi: l'impatto di un eventuale fallimento è valutato in circa mezzo punto di PIL nel 2019⁸.
2. Il possibile inasprirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e Asia pone a rischio le prospettive di crescita di vari paesi emergenti. Se da un lato prosegue il processo di stabilizzazione nelle relazioni tra USA e Corea del Nord, non si allentano le tensioni in Medio Oriente. Il riconoscimento di Gerusalemme come capitale di Israele da parte degli USA ha generato scontri violenti lungo la striscia di Gaza. A ciò si somma l'uscita, per ora unilaterale, degli USA dall'accordo sul nucleare con l'Iran, che rischia di bloccare la ripresa del paese⁹. Oltre alla perdurante instabilità in Siria, si aggiunge che gli Emirati del Golfo, guidati dall'Arabia Saudita, hanno confermato l'embargo nei confronti del Qatar, accusato di sostegno finanziario al terrorismo e di collaborare con l'Iran.
3. Un rialzo superiore alle attese della quotazione del petrolio, rispetto allo scenario di moderazione ipotizzato dal CSC (si veda il paragrafo 1.7.2), farebbe aumentare i prezzi nei paesi avanzati, con effetti restrittivi sui consumi e gli investimenti. Negli USA questo rischio sarebbe in parte controbilanciato da una maggior crescita dell'industria dello *shale oil*. Inoltre, un maggior

⁸ Stime di Oxford Economics.

⁹ Il trattato con l'Iran è stato siglato nel 2015 da USA, Russia, Cina, Regno Unito, Francia e Germania.

rincarare del petrolio potrebbe avere impatti rilevanti sulle prospettive di crescita in alcuni importanti paesi emergenti. Secondo stime CSC, dieci dollari al barile in più per il Brent avrebbero un effetto negativo minimo sulla crescita del complesso di 27 sui primi 30 paesi emergenti (un decimo di punto nel 2018), ma impatti molto diversificati tra singoli paesi. Ne beneficerebbero molto i paesi petroliferi (Nigeria, Russia, Arabia Saudita, Iraq, Emirati Arabi Uniti), mentre la maggioranza degli emergenti vedrebbe ridotta la propria crescita (Grafico 1.20).

Grafico 1.20



4. In alcuni paesi emergenti potrebbero aggravarsi le turbolenze dei mercati finanziari connesse al percorso di rialzo dei tassi americani, che sta già producendo fuoriuscite di capitali e deprezzamento delle valute in alcune di tali economie. Ciò potrebbe spingere al rialzo i tassi di interesse in questi paesi, per evitare ulteriori fughe di capitali, soprattutto in caso di un marcato apprezzamento del dollaro. Oltre all'Argentina, che ha deciso di chiedere un supporto al Fondo Monetario Internazionale, rimangono esposte altre economie dell'America Latina (Brasile, Cile, Colombia), cui si aggiungono Turchia, Malesia, Sud Africa. Tensioni finanziarie possono essere generate anche in Europa, per l'instabilità politica in alcuni paesi e anche a seguito dell'atteso inizio della normalizzazione delle misure espansive BCE (si veda il paragrafo 1.7.3).

Esistono, comunque, anche possibili sorprese al rialzo, legate soprattutto al persistere del ciclo positivo degli investimenti e del manifatturiero su scala globale, che può essere ulteriormente alimentato dalle politiche fiscali espansive americane.

1.7.2 Prezzo del petrolio

Greggio più caro Il prezzo del petrolio Brent è salito fino a 77 dollari al barile in media a maggio (da 72 in aprile), ripiegando sui 76 dollari a giugno. Rispetto al minimo di 48 dollari toccato nel giugno 2017, il rincaro è di circa il 56 per cento. Lo scenario CSC si basa sull'ipotesi che, a questi prezzi elevati, un consistente aumento della produzione di greggio USA farà gradualmente scendere le quotazioni, già nella seconda metà di quest'anno.

Perciò, nel 2018 il Brent si dovrebbe attestare in media a 72 dollari (Grafico 1.21). Rispetto alla stima CSC di dicembre 2017, questo scenario incorpora una revisione al rialzo di 9 dollari. Nel 2019 la moderazione del prezzo prosegue, arrivando in media a 68 dollari al barile (+3 rispetto a dicembre).

La strategia di tagli produttivi decisa a fine 2016 dai paesi OPEC, insieme ad altri produttori (in particolare la Russia), è stata più che implementata dai paesi aderenti. E poi è stata mantenuta ampiamente nel tempo, con la decisione di "congelamento" dei livelli estrattivi per tutto il

2018. La produzione OPEC, perciò, è scesa a 32,1 milioni di barili al giorno (mbg) a maggio, da un picco di 33,4 a fine 2016. Questo notevole sforzo di porre un freno all'estrazione petrolifera è stato in grado di riportare l'offerta mondiale sotto i consumi nel 2017 (-0,5 mbg), rispetto al surplus di produzione che si registrava nel 2015 (+1,3 mbg) e nel 2016 (+0,3).

Ciò ha determinato una progressiva riduzione delle scorte mondiali di greggio, fino ai livelli desiderati dall'OPEC. Quelle nei paesi OCSE, in particolare, sono scese a 2.816 milioni di barili (mb) nell'aprile 2018, da un picco di 3.110 mb a metà del 2016 (-9,4 per cento).

Le quotazioni, inizialmente poco reattive ai tagli produttivi, hanno infine addirittura superato ampiamente il livello desiderato dal Cartello, che è intorno ai 60 dollari. Proprio per questo, alcuni analisti si attendevano che i paesi OPEC potessero decidere di chiudere anticipatamente il "congelamento" produttivo, cioè prima della fine del 2018. Nel vertice del Cartello del 22 giugno è stato deciso, invece, di rispettare da luglio 2018 esattamente i livelli produttivi ridotti di fine 2016, il che nella situazione attuale di estrazione ancora più bassa significa un possibile aumento della produzione OPEC.

Il prezzo del petrolio nella prima metà dell'anno in corso è stato spinto al rialzo anche da tensioni geopolitiche in alcuni paesi produttori. In Iran la produzione è stabile (3,8 mbg), ma il rischio di un calo è elevato, dopo l'uscita degli USA dall'accordo sul nucleare e il ripristino unilaterale delle sanzioni. In Venezuela l'estrazione di greggio si sta progressivamente assottigliando negli



ultimi anni (1,5 mbg nel 2018, da 2,4 nel 2015) a seguito della prolungata instabilità politica. Si va normalizzando, invece, la situazione in Libia (1,0 mbg, da un minimo di 0,3 nel 2016).

A ciò si è sommato l'afflusso di capitali finanziari sui mercati regolamentati, che hanno scommesso su ulteriori rialzi delle quotazioni del petrolio, ampliandoli. Al Nymex le posizioni *net long* sul petrolio degli investitori finanziari sono salite, nella prima metà del 2018, molto sopra i minimi di metà 2017.

Le condizioni sul mercato cambiano nel 2018

Nel corso di quest'anno, però, lo scenario cambia (Grafico 1.22). L'offerta di petrolio, gradualmente, sorpassa di nuovo la domanda, che pure prosegue il suo trend di crescita. Il surplus sarà pari in media ad appena 0,2 mbg. Ciò, però, basterà a frenare le quotazioni. L'eccesso di produzione è previsto ampliarsi ulteriormente nel 2019 (in media a +0,6 mbg; stime *Energy Information Administration*).

Il *driver* di tale nuovo sorpasso è il boom, già iniziato, dell'estrazione USA. La produzione petrolifera americana, infatti, è già salita al record storico di 10,7 mbg a maggio, con un +0,9 mbg da inizio anno. Nel 2019 è prevista crescere di ulteriori 1,6 mbg. Ciò avviene sulla scia delle alte quotazioni recenti, che stanno stimolando investimenti nell'industria estrattiva del paese.

Il settore dello *shale oil* americano, grazie alla costante innovazione tecnologica, è divenuto sempre più efficiente e più reattivo rispetto al prezzo al rialzo (e più resiliente al ribasso). Negli ultimi anni funge da meccanismo di aggiustamento del mercato mondiale, impedendo al Cartello OPEC di guidare pienamente e a lungo il prezzo del petrolio sui livelli desiderati.

1.7.3 Tassi e Cambio

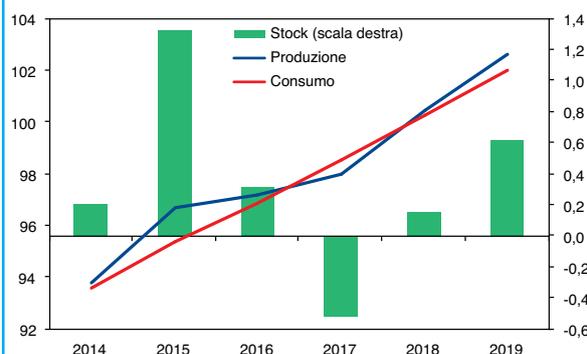
La BCE si avvicina alla normalizzazione La BCE sta proseguendo, per ora, con le misure iper-espansive, pensate per stimolare credito, domanda interna e prezzi, a fronte di un'inflazione nell'Eurozona ancora sotto l'obiettivo del +2,0 per cento annuo. A maggio la dinamica dei prezzi è salita al +1,9 per cento (da +1,2 in aprile) sulla scia dei rincari petroliferi, ma è appena al +1,1 per cento al netto di energia e alimentari.

Nella riunione del 14 giugno la BCE ha ribadito che i tassi resteranno ancora fermi ai minimi per un periodo significativo (zero sui prestiti alle banche, -0,40 per cento sui loro depositi). Specificando che ciò significa che il primo rialzo dei tassi si avrà dopo l'estate 2019.

Nello scenario CSC, in base a tale *forward guidance*, si conferma la previsione che un rialzo dei tassi ufficiali (a 0,25 per cento) ci sarà nell'ultimo trimestre del 2019, dopo nove mesi dalla fine

Grafico 1.22

Il nuovo sorpasso dell'estrazione sui consumi (Petrolio greggio, mondo, milioni di barili al giorno)



2018-2019: previsioni EIA.
Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

del *Quantitative Easing* (QE). Ciò segnerà l'inizio della normalizzazione monetaria, dopo quasi quattro anni di tassi a zero.

Le attese dei mercati confermano questo sentiero per i tassi a breve: l'Euribor a tre mesi (-0,33 per cento a maggio) viene segnalato dai *future* praticamente stabile fino a fine 2018 (-0,29 per cento) e in risalita appena sopra lo zero entro fine 2019 (0,02 per cento, Grafico 1.23).

Gli acquisti BCE di titoli pubblici e privati (QE), iniziati nell'ottobre 2014, stanno proseguendo al ritmo ribassato di 30 miliardi mensili (60 fino a fine 2017). Lo stock di titoli accumulati nel bilancio BCE è salito a

2.424 miliardi a maggio. Gran parte riguarda titoli pubblici dei paesi dell'area (1.988 miliardi), di cui 348 miliardi italiani, il 15 per cento del nostro debito pubblico. Il QE negli ultimi anni ha tenuto a freno i tassi a medio-lungo termine, in particolare sui titoli sovrani, a livelli pari a circa la metà di quanto osservato in media nel periodo d'oro dell'euro, tra il 1997 e il 2006.

Il termine del QE era previsto per settembre 2018. Francoforte, come atteso, però, ha deciso il 14 giugno un ultimo prolungamento, fino al termine del 2018 a un ritmo ulteriormente ribassato (15 miliardi al mese). Eliminando, infine, l'indicazione secondo cui, se i prezzi non torneranno in linea con l'obiettivo, gli acquisti proseguiranno.

Inoltre, la BCE reinveste in nuovi titoli le somme incassate da quelli che giungono a scadenza¹⁰. Il reinvestimento proseguirà molto dopo la fine degli acquisti netti, cioè almeno per gran parte del 2019. Continuando a comprare titoli sul mercato secondario per rimpiazzare quelli scaduti, la BCE terrà invariata l'ampiezza dello stock di bond in portafoglio e quindi la dimensione del suo bilancio. Perciò, lo stimolo monetario fornito all'economia (tenendo a freno i tassi) resterà inalterato.

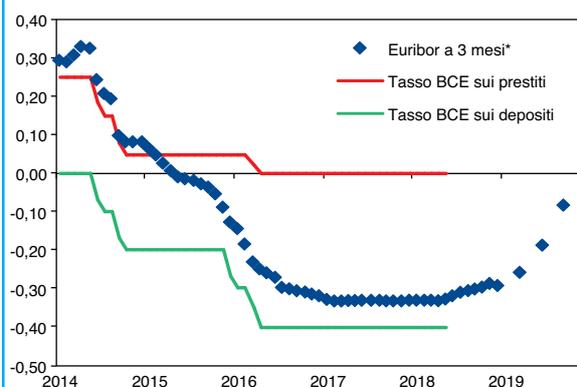
Il terzo strumento espansivo utilizzato dalla BCE, cioè i prestiti "straordinari" alle banche dell'Eurozona, è invece già sostanzialmente fermo (a 759 miliardi di euro a maggio). Tali prestiti sono costituiti dalle operazioni tradizionali a breve per 2 miliardi e da quelle straordinarie a più lungo termine per 757 miliardi. Tra queste ultime, le T-LTRO 2 contengono forti incentivi per le banche a erogare più credito. Al momento non sono previste nuove aste straordinarie.

In parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE, sono saliti (a una velocità minore) i depositi delle banche presso Francoforte: 1.997 miliardi a maggio (210 nel settembre 2014). Ciò sembra indicare che le banche hanno avversione al rischio e preferenza per la liquidità ancora elevate.

¹⁰ Mirando ad acquistare bond provenienti dallo stesso paese nel quale erano stati emessi i titoli in scadenza, nello stesso mese o al massimo nei due mesi seguenti.

Grafico 1.23

Tasso a breve nell'Eurozona sopra lo zero a fine 2019 (Valori %, dati mensili)



* Da giugno 2018: tassi impliciti nei *future*.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME.

Normalizzazione FED in fase avanzata Il tasso di riferimento FED è stato aumentato a giugno nella forchetta 1,75-2,00 per cento (1,90 il tasso effettivo a giugno). Da fine 2015, la FED ha già realizzato sette rialzi, di cui tre nel 2017 e due nel 2018 (Grafico 1.24).

Dopo il pieno raggiungimento dell'obiettivo sul mercato del lavoro, la FED comincia ad essere meno preoccupata anche della dinamica dei prezzi. L'indice totale di inflazione è salito sopra l'obiettivo (+2,8 per cento annuo a maggio) e al netto di energia e alimentari è in linea (+2,2).

Nello scenario CSC, il sentiero di rialzi dei tassi FED sarà un po' più rapido di quanto atteso a dicembre, vista anche la revisione al rialzo della crescita USA. La FED è attesa aumentare ancora il tasso di riferimento a settembre, di 0,25 punti, chiudendo il 2018 con tre rialzi, al 2,00-2,25 per cento. L'azione restrittiva proseguirà con altri due ritocchi nel 2019, arrivando a 2,50-2,75 per cento.

In media, i membri del FOMC a giugno hanno segnalato un livello desiderato dei tassi a 2,25-2,50 per cento a fine 2018 e 3,00-3,25 a fine 2019. Ovvero, quattro rialzi nel 2018 e altri tre nel 2019.

I mercati si attendono un aumento simile dei tassi: l'interbancario a tre mesi USA è già salito al 2,33 per cento a giugno e il *future* lo pone al 2,67 a fine 2018 e al 3,04 a fine 2019, coerente con tre rialzi nel 2018 e due nel 2019. Secondo le stime del *Chicago Mercantile Exchange* la probabilità che i tassi arrivino a settembre al 2,00-2,25 è dell'80 per cento e che a dicembre salgano a 2,25-2,50 è del 47 per cento. Ciò è coerente con tre (o anche quattro) rialzi nel 2018.

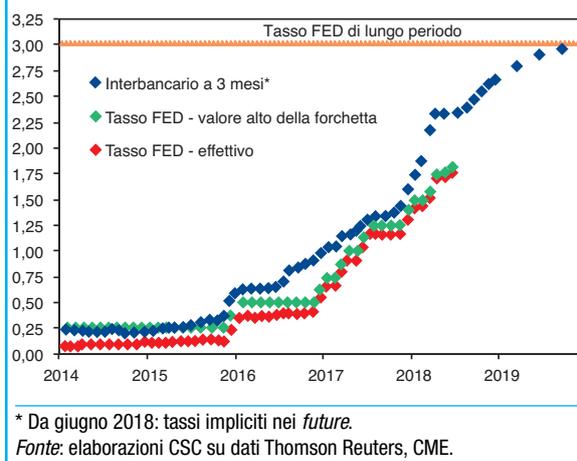
Il tasso FED, quindi, continuerà ad allontanarsi da quello BCE. La forbice BCE-FED è già pari a -1,90 punti percentuali a giugno (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC sarà pari a -1,80 punti in media nel 2018 e salirà a -2,32 nel 2019.

Il tasso FED rimarrà sotto il livello "neutrale" di lungo periodo (indicato al 3,0 per cento dal FOMC a giugno) in tutto l'orizzonte previsivo. Con l'incremento atteso nello scenario CSC si avvicinerà molto a fine 2019 (0,25 punti la distanza residua). La politica monetaria USA, quindi, resterà di poco espansiva.

Per iniziare a ridurre l'enorme stock di titoli accumulato con il QE (chiuso già a fine 2014), la FED da ottobre 2017 sta progressivamente limitando il reinvestimento delle somme incassate da quelli che giungono a scadenza. Entro ottobre 2018 la riduzione sarà di 50 miliardi di dollari al mese. Lo stock sta quindi diminuendo: 2.387 miliardi in titoli pubblici a maggio (da 2.457) e 1.744 miliardi di *Mortgage Backed Securities* (cartolarizzazioni di mutui, da 1.776).

Grafico 1.24

La FED prosegue la normalizzazione dei tassi (USA, valori %, dati mensili)



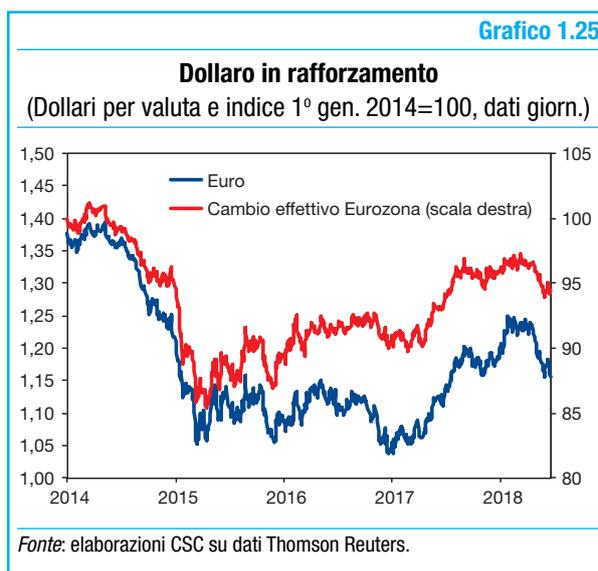
L'euro si è deprezzato sul dollaro Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA, che si era posizionato intorno a quota 1,23 in media nei primi quattro mesi dell'anno, è sceso a 1,17 nella prima metà di giugno, cioè sui livelli registrati nell'ultimo quarto 2017 (Grafico 1.25). Resta, comunque, ampiamente sopra il minimo di inizio 2017 (1,04). Il cambio effettivo dell'euro si è mosso nella stessa direzione, seppur con variazioni di minore intensità¹¹.

A favore del rafforzamento del dollaro sull'euro stanno agendo i dati migliori delle attese per l'economia americana e i primi segnali di rallentamento per l'Eurozona; nel biennio 2018-2019 il PIL USA è previsto tornare a crescere a ritmi superiori a quello europeo. Inoltre, l'allentamento monetario che la BCE sta ancora realizzando con il QE resta il principale fattore che indebolisce l'euro. Mentre la normalizzazione già avviata della politica monetaria FED spinge verso un dollaro più forte.

I saldi dei conti con l'estero, invece, giocano a favore della moneta unica e per un indebolimento del dollaro. L'Eurozona, infatti, ha un elevato surplus delle partite correnti: 504 miliardi di dollari nel 2017, pari al 4,0 per cento del PIL (fonte OCSE); negli Stati Uniti invece si registra un ampio deficit corrente, pari a 466 miliardi di dollari (2,4 per cento del PIL).

Infine, il fattore "incertezza politica", su entrambe le sponde dell'Atlantico, gioca un ruolo importante nel determinare le fluttuazioni nei mercati valutari. Negli USA, la riforma fiscale e l'accordo sul bilancio federale hanno accresciuto la credibilità dell'Amministrazione Trump, rafforzando il dollaro. Nell'Eurozona, invece, l'incertezza è aumentata, specie durante le lunghe negoziazioni in Italia per trovare una maggioranza parlamentare dopo il voto; la formazione di un nuovo governo ha poi rassicurato i mercati.

Il CSC assume, sia per la seconda parte del 2018 sia per il 2019, un cambio dollaro/euro fermo ai valori correnti (1,17). Per la media dell'anno in corso ciò comporta un cambio pari a 1,19 (da 1,13 nel 2017). Questo implica, aritmeticamente, un apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro del 5 per cento nel 2018 e una lieve correzione al ribasso nel 2019 (-2 per cento).



¹¹ Il tasso di cambio effettivo dell'Eurozona è pari alla media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro con le valute dei principali partner commerciali, con pesi corrispondenti all'importanza di ciascun paese negli scambi con l'estero dell'Area.

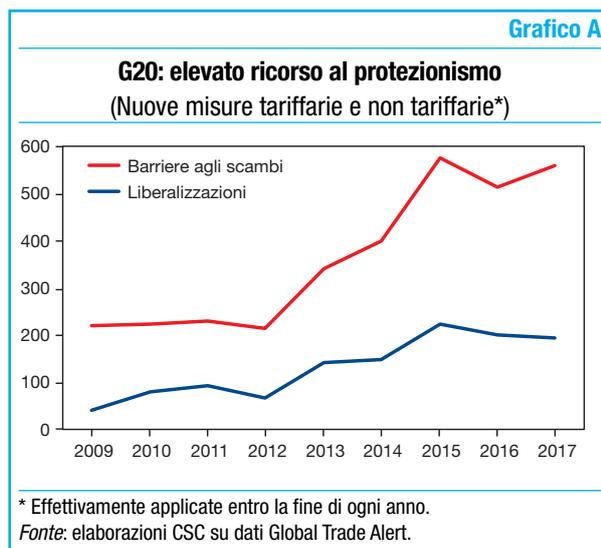
BOX n. 4 - Il rischio di un' *escalation* protezionistica

A partire dal 2012 le spinte protezionistiche a livello mondiale sono nettamente aumentate. Negli ultimi cinque anni il numero di misure restrittive degli scambi con l'estero, adottate dai paesi del G20, è cresciuto molto più rapidamente di quello delle nuove liberalizzazioni (Grafico A). Questa tendenza ha subito una netta accelerazione all'inizio del 2018. Nella prima metà dell'anno, infatti, si sono moltiplicate le barriere tariffarie introdotte dall'Amministrazione Trump alle importazioni degli Stati Uniti, che producono, a loro volta, reazioni di pari entità da parte dei paesi partner. L'elenco delle nuove misure, adottate o allo studio, è in continuo aggiornamento.

I nuovi dazi americani già in vigore riguardano: dal 23 gennaio le lavatrici e i pannelli solari (per 10 miliardi di dollari di acquisti USA); dal 23 marzo l'acciaio e l'alluminio, a eccezione degli acquisti da Argentina, Australia, Brasile, Canada, Corea del Sud, Messico e Unione europea. Dal 1° giugno i paesi europei e quelli aderenti al NAFTA (Canada e Messico) non sono più esentati, portando a circa 40 miliardi le importazioni di tali metalli soggette ai dazi.

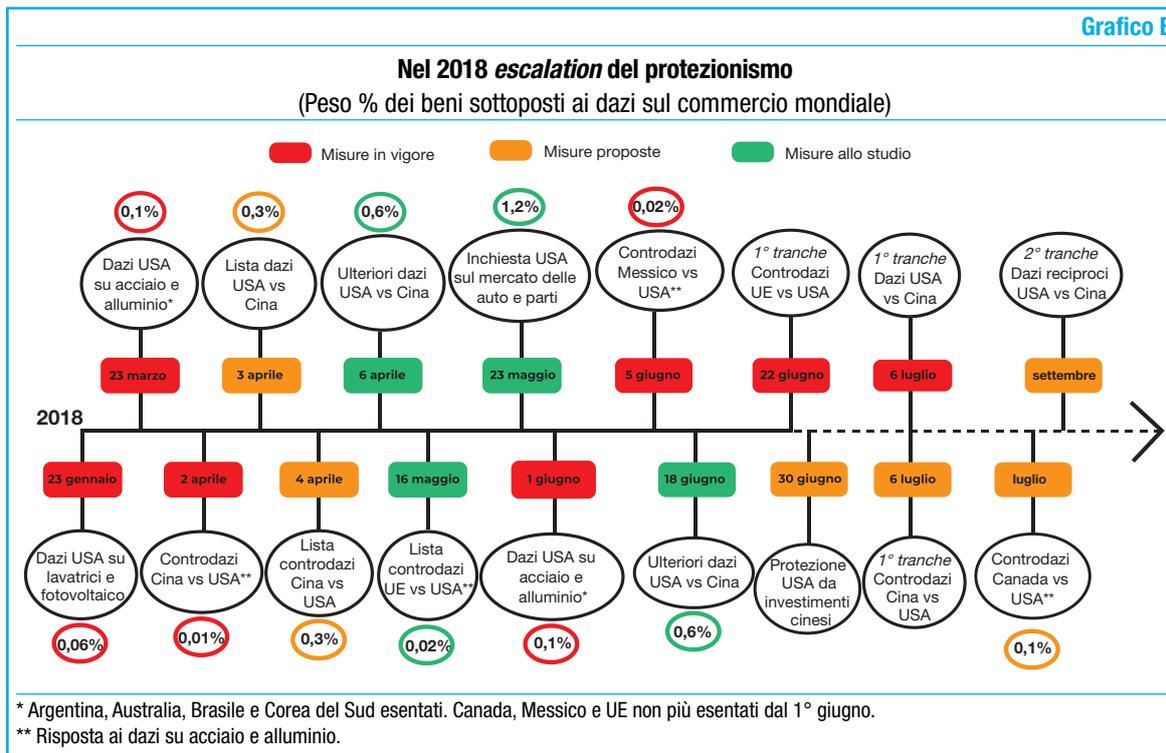
Sono ancora più rilevanti le misure non ancora attive, ma già determinate o in corso di valutazione dall'Amministrazione USA, per alcune delle quali la data di applicazione è già stabilita. Il 14 giugno Trump ha approvato una lista di circa 1100 prodotti cinesi che saranno soggetti a ulteriori dazi: 800 prodotti, per 34 miliardi di acquisti americani, già dal 6 luglio, mentre altri 300, per 16 miliardi, dopo un ulteriore procedimento pubblico di revisione. Entro fine giugno sarà anche definito un piano di protezione di settori strategici d'avanguardia dalle asserite violazioni cinesi sulla proprietà intellettuale USA, che includerà restrizioni agli investimenti diretti esteri cinesi (Grafico B).

Inoltre, a inizio maggio Trump ha dichiarato l'uscita unilaterale degli USA dagli accordi della comunità internazionale con Teheran per limitare il programma nucleare iraniano, dando disposizione di reintrodurre (entro un massimo di sei mesi) le sanzioni che erano state sospese. Provvedimenti sanzionatori saranno applicati agli operatori di ogni nazionalità che intratterranno rapporti commerciali con l'Iran, in determinati settori (specie quelli petrolifero, energetico e finanziario) e, in generale, con i principali gruppi industriali e bancari iraniani.



Infine, il 23 maggio Washington ha aperto un'indagine sulle importazioni di autoveicoli, per un valore superiore a 200 miliardi di dollari. L'inchiesta potrebbe durare fino a nove mesi, ma già a metà luglio ci sarà una consultazione pubblica sul tema e la sensazione è che Trump prenderà una decisione non appena il documento sarà ultimato. I paesi europei sarebbero duramente colpiti da queste misure, perché l'export europeo rappresenta quasi il 23% delle importazioni americane di auto.

Grafico B



Le azioni protezionistiche americane comportano delle ritorsioni da parte degli altri paesi, che, secondo le regole del WTO, possono imporre dazi compensativi sui prodotti USA per un importo pari al valore dei propri prodotti colpiti dai dazi americani. La Cina, in risposta ai dazi su acciaio e alluminio, ha già implementato dei controdazi sulle importazioni di alcuni prodotti americani (tra cui metalli e beni alimentari) per un importo pari a 2,4 miliardi di dollari (2,8 miliardi sono le vendite cinesi di acciaio e alluminio in USA). Soprattutto, è pronta una lista di prodotti americani, per un ammontare di circa 50 miliardi di dollari di import cinese, su cui applicare dazi, contemporaneamente all'entrata in vigore di quelli progettati dagli USA: 34 miliardi il 6 luglio e i restanti 16 probabilmente in settembre.

Il 5 giugno il Messico ha imposto tariffe su beni provenienti dagli Stati Uniti per 2,8 miliardi di dollari (pari all'ammontare di acciaio e alluminio esportato negli USA). Il Canada, il paese più danneggiato dai dazi americani sui metalli (12 miliardi di dollari esportati negli USA),

sta preparando contromisure sulle importazioni dagli Stati Uniti, che dovrebbero entrare in vigore dal 1° luglio.

L'Unione europea ha stilato due liste di prodotti americani da sottoporre a controdazi, in risposta alle misure su acciaio e alluminio. La prima riguarda circa 3,3 miliardi di dollari di acquisti dagli USA ed è già entrata in vigore il 22 giugno. La seconda lista potrebbe essere resa effettiva entro marzo 2021, nel caso in cui la UE vincessesse il ricorso contro gli USA presso il WTO, contestando le motivazioni di sicurezza nazionale adottate per giustificare i dazi americani.

Il peso delle nuove misure, introdotte nel 2018 e già in vigore, sul commercio mondiale appare limitato (0,6%), ma potrebbe aumentare velocemente, raggiungendo l'1% con l'introduzione dei dazi e controdazi tra USA e Cina e superando il 2% con le eventuali tariffe americane sugli autoveicoli. Soprattutto, la spirale protezionistica potrebbe non finire qui, avvolgendosi in una serie senza fine di ritorsioni. Trump, in particolare, ha annunciato che, nel caso in cui le contromisure cinesi sui 50 miliardi di vendite USA venissero effettivamente applicate, darebbe mandato di imporre ulteriori dazi su 200 miliardi di acquisti dalla Cina.

L'impatto delle spinte protezionistiche ha già prodotto un effetto significativo di freno agli scambi mondiali, perché ha accresciuto fortemente l'incertezza sulle regole del gioco, spingendo gli operatori a posticipare commesse e investimenti all'estero.

Nel caso di una vera e propria guerra commerciale, però, le conseguenze sarebbero molto più gravi, per tutti i paesi coinvolti. I canali di trasmissione sarebbero numerosi: distruzione di pezzi delle catene globali del valore, con aumenti dei prezzi, minore disponibilità di input intermedi e perdite di know-how tecnologico; riduzione della varietà di beni per i consumatori finali; freno agli investimenti diretti esteri, con un minore potenziale di crescita in innovazione e della produttività; ridotto appetito per il rischio degli investitori istituzionali, specie nei confronti di paesi e settori più dipendenti dagli scambi internazionali; maggiore volatilità nei mercati finanziari, con il rischio di fughe di capitali, specie da alcuni mercati emergenti.

Date le molte incertezze derivanti da un tale scenario di escalation protezionistica, l'impatto finale su PIL e commercio mondiale è difficilmente quantificabile. La Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale hanno condotto due esercizi di questo genere¹. Lo scenario BCE assume un incremento di 10 punti percentuali dei dazi su tutti i prodotti scambiati tra gli Stati Uniti e i partner commerciali: l'effetto immediato sarebbe una minore crescita di 1 punto percentuale del PIL mondiale (due punti e mezzo per il PIL USA) e di 3 punti per il commercio globale. Nell'esercizio FMI, invece, si assume che il prezzo di tutti gli scambi mondiali aumenti del 10%, a causa di maggiori barriere tariffarie e non: ciò comporterebbe, nel lungo periodo, un livello più basso del 2% del PIL globale e di oltre il 15% del commercio estero.

¹ Si vedano BCE (2018), *Implications of Rising Trade Tensions for the Global Economy*, *Bollettino economico* n. 3, e FMI, Scenario Box 1. *Tariff Scenarios*, *World Economic Outlook*, ottobre 2016.

2 COME E PERCHÉ RAFFORZARE L'EUROZONA

2.1 Introduzione

La crisi economico-finanziaria innescata dieci anni fa ha messo in luce i limiti dell'architettura dell'Unione europea, in particolare l'incapacità di reazione delle istituzioni comuni agli shock economici negativi e la mancanza di strumenti di risoluzione di crisi di debito di singoli paesi, poi introdotti in corsa. Inoltre, è apparsa evidente la scarsa disponibilità di strumenti per rafforzare il sistema di infrastrutture fisiche, in capitale umano e ricerca, e aumentare così il potenziale di crescita.

Le prese di posizione del Presidente francese Macron, del Cancelliere tedesco Merkel, del Presidente della Commissione europea Juncker e, da ultimo, il dibattito che ha fatto seguito alle elezioni politiche italiane del 4 marzo evidenziano una volontà dei principali paesi europei di portare dei cambiamenti all'attuale struttura della *governance* economica dell'Eurozona.

Questa parte del Rapporto si focalizza su tre ambiti specifici: stabilizzazione del ciclo, potenziamento della crescita, gestione delle crisi finanziarie dei paesi membri. Vuole essere un contributo di idee per la formazione di una proposta italiana, che possa mediare tra le diverse posizioni e portare l'Italia ad avanzare propri suggerimenti in modo strutturato, consapevoli che soltanto un rafforzamento dell'Eurozona, e non il suo abbandono, può generare ulteriore benessere.

Il dibattito sulla riforma dell'Eurozona ha assunto la massima rilevanza tra gli economisti e i *policy maker*, con numerose pubblicazioni che si succedono di continuo, arricchendo la discussione, quasi in un botta e risposta¹. Uno dei principali *position paper* sul tema è stato letto *online* da circa 30.000 persone, un numero ampio rispetto alla platea degli addetti ai lavori, ma esiguo rispetto agli oltre 330 milioni di cittadini dell'Eurozona: come dire che meno di 1 cittadino su 10mila approfondisce tale dibattito². Dibattito, invece, strategico per tutti gli europei, perché se l'Area euro funzionerà meglio, anche grazie alle proposte che emergono dall'analisi e dalla discussione, allora l'economia funzionerà meglio, producendo maggior crescita e stabilità: sarà più facile, ad esempio, trovare un posto di lavoro e sarà più basso il tasso che si pagherà sul mutuo per la casa. I benefici di una buona Eurozona sono per tutti i cittadini europei. Quindi

¹ Si veda anche CSC (2017), *L'Europa a un bivio: integrazione o disaffezione*, *Scenari economici*, n. 29, Roma, SIPI.

² Agnes Benassy-Quere et AL., *How to reconcile risk sharing and market discipline in the Euro Area*, VOXeu.org, gennaio 2018.

riformare l'architettura dell'UE è urgente anche per contrastare la disaffezione verso le istituzioni, alimentata dalle risposte tardive e inadeguate alla crisi.

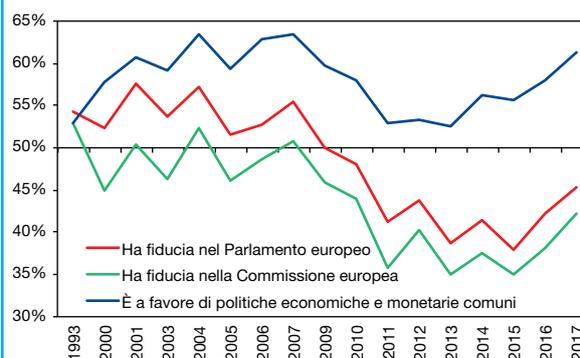
Il quadro che emerge dalle risposte all'indagine Eurobarometro è che, nonostante la maggioranza dei cittadini europei continui a sostenere il progetto di integrazione economica e monetaria, la quota che ha fiducia in Parlamento e Commissione è di poco superiore al 40 per cento, molto al di sotto dei valori registrati nel periodo pre-crisi (Grafico 2.1). Un altro sintomo della disaffezione verso il funzionamento di questa Europa si ritrova nel crescente consenso ottenuto da partiti apertamente "euro-scettici". Considerando i risultati delle due ultime elezioni nei principali paesi europei, si rileva che la forza di tali partiti è in aumento e ormai significativa (Grafico 2.2).

a. Perché ha senso sviluppare delle politiche a livello europeo piuttosto che nazionale?

Il processo di integrazione europeo si è basato, sin dalla creazione della Comunità europea del carbone e dell'acciaio nel 1951, su una strategia incrementale. La condivisione di un numero inizialmente limitato di aree di competenza è riuscita a creare le condizioni e le aspettative necessarie per l'ulteriore condivisione, in una sorta di reazione a catena attivata da due meccanismi principali. Il primo, senza dubbio positivo, è basato sull'apprendimento ed è innescato dai benefici dell'integrazione che creano il consenso politico e, quindi, le condizioni per andare avanti. Il secondo, più rischioso, è invece attivato da crisi e tensioni, determinate proprio dall'incompletezza dell'integrazione e che, per essere superate, hanno bisogno di ulteriore condivisione³.

Grafico 2.1

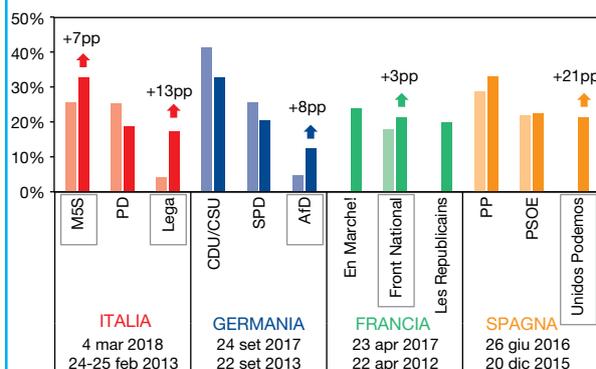
UE: maggioritario il supporto all'integrazione ma non la fiducia nelle istituzioni (Percentuale di risposte dei cittadini UE)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurobarometro.

Grafico 2.2

Quanto contano i partiti "euro-scettici" (Primi tre partiti per % voti nelle ultime due elezioni nazionali)



Partiti "euro-scettici": evidenziati in grigio e variazione in punti percentuali tra le ultime due elezioni.

Francia: 1° turno elezioni presidenziali; Italia e Spagna: Camera dei Deputati.

Fonte: elaborazioni CSC su dati nazionali.

³ Si veda Spolaore E. (2013), What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists, *Journal of Economic Perspectives*, 23 (3), pp. 125-144.

La reazione a catena ha favorito il processo di integrazione, ma ha anche determinato un sistema decisionale complesso nel quale coesistono varie categorie di competenze non sempre facilmente distinguibili:

- (i) le competenze esclusive, per le quali solo l'Unione può legiferare e gli Stati possono intervenire solo se autorizzati. Inclondono: unione doganale, politica commerciale comune, concorrenza, politica monetaria (per i paesi che aderiscono all'euro);
- (ii) le competenze concorrenti, per le quali l'iniziativa legislativa è dell'Unione e gli Stati possono intervenire soltanto se l'Unione non l'abbia esercitata o abbia deciso di non esercitarla. Si tratta della gestione del mercato interno, delle politiche regionali, dell'agricoltura e pesca, dell'ambiente, della tutela dei consumatori, dei trasporti e dell'energia. L'Unione e gli Stati possono agire in modo concorrenziale anche in materia di ricerca e aiuto allo sviluppo. In campo sociale le competenze dell'Unione sono limitate alla libera circolazione dei lavoratori e all'adozione di norme minime in materia di condizioni e durata del lavoro;
- (iii) le competenze complementari, per le quali l'Unione sostiene, coordina e completa l'azione degli Stati, in ambiti come la sanità, l'industria, la cultura, il turismo e l'istruzione;
- (iv) la competenza, in capo all'Unione, di coordinare le politiche economiche degli Stati membri, con meccanismi sanzionatori nel caso di non rispetto degli accordi;
- (v) la competenza, in capo all'Unione, di definire e realizzare la politica estera e di sicurezza comune.

Una ridefinizione delle competenze dell'Unione europea, in particolare dell'Eurozona, dovrebbe utilizzare un approccio più coerente. Scegliendo le aree nelle quali procedere con ulteriore integrazione sulla base dei potenziali costi e benefici. Una volta stabilite le cose che deve fare l'Eurozona (o la UE), tutte le altre vanno lasciate agli Stati membri⁴.

I costi dell'integrazione derivano soprattutto dalle eterogeneità culturali, identitarie, linguistiche e dalle diverse preferenze rispetto a istituzioni e politiche.

I principali benefici dell'integrazione discendono, invece, (i) dalle economie di scala nella fornitura di beni pubblici; (ii) dalla possibilità di internalizzare le esternalità e (iii) di assicurare rischi che derivano da shock, specie asimmetrici.

Da tali considerazioni discende un elenco ragionato delle funzioni da accentrare a livello europeo: stabilizzazione macroeconomica, investimenti infrastrutturali, ricerca, protezione sociale, oltre che politica estera, diplomazia, aiuti umanitari e allo sviluppo, difesa, sicurezza, migrazione, controllo delle frontiere⁵.

⁴ Si veda Fabbrini S., *Il Libro Bianco UE, La visione confusa del futuro dell'Europa*, Il Sole 24 Ore, 5 marzo 2017.

⁵ Si veda CSC (2017), op. cit.

b. Quali proposte dovremmo realizzare e quando potremmo riuscirci?

Guardando alle idee emerse dal dibattito degli ultimi anni⁶, è probabilmente giunto il momento di aumentare l'integrazione su quattro fronti: stabilizzazione del ciclo nei paesi membri, piano europeo di investimenti, prevenzione e soluzione delle crisi degli Stati, completamento dell'Unione bancaria e dei capitali (Tabella 2.1).

Per realizzare queste proposte, servono diversificazione dei portafogli bancari, il rafforzamento della risoluzione bancaria, l'assicurazione comune dei depositi (EDIS), un ministro degli affari economici europeo, un bilancio dell'Area, il Fondo Monetario Europeo (FME), gli Eurobond. Meno utili in questa fase potrebbero essere nuove regole sui portafogli bancari di titoli sovrani (si veda il paragrafo 2.7) e la ristrutturazione più o meno automatica del debito dei paesi in crisi (si veda il paragrafo 2.4).

Se è probabile che lo stallo a livello europeo sui progetti di riforma prosegua, almeno per questa legislatura che termina nel 2019, è utile fare proposte sulle riforme che vorremmo attuare? Non rischiamo forse di scrivere solo un "libro dei sogni" che non verrà mai realizzato?

In realtà, non si tratta di proposte "impossibili". Alcune di esse sono "difficilmente realizzabili" in tempi brevi, dato il contesto politico squilibrato e fragile. Potranno diventare possibili nel prossimo futuro, se la situazione politico-istituzionale nell'Area evolverà nella giusta direzione. Quali sono, quindi, le proposte che si possono realisticamente realizzare già entro il mandato dell'attuale Commissione (2019) e quali, invece, dovranno aspettare la prossima (2020-2025)?

L'idea della Commissione (maggio 2017) è di completare prima l'Unione bancaria e la *Capital Markets Union* (CMU) e poi fare gli altri due pezzi della riforma del sistema finanziario: il cambiamento della regolamentazione bancaria sui titoli di Stato e l'introduzione di una forma di Eurobond (gli *European safe assets*, ESA)⁷. La tabella di marcia in due fasi prevedeva infatti: entro

⁶ Si veda, per una sintesi del dibattito, Merler S., *The debate on Euro Area reform*, Bruegel, aprile 2018.

⁷ Sull'importanza di mercati finanziari integrati nell'Unione monetaria, si veda Cimadomo J., Hauptmeier S., Palazzo A., Popov A. (2018), *Condivisione dei rischi nell'area dell'euro*, *Bollettino economico*, n. 3, BCE.

Tabella 2.1

I pezzi del puzzle europeo: la proposta di Confindustria

	Utile?	Entro quando?
Funzioni		
Stabilizzazione del ciclo	Si	2020-2025
Piano europeo di investimenti	Si	2020-2025
Prevenzione e salvataggio Stati	Si	2020-2025
Strumenti		
EDIS - assicurazione depositi bancari	Si	2019
<i>Backstop</i> per risoluzione banche	Si	2019
SBS/ESB - titoli europei sintetici	Si	2019
CMU - unione dei mercati dei capitali	Si	2019
ESA - titoli europei sovranazionali	Si	2020-2025
Tasse dell'Eurozona	Si	2020-2025
Regole bancarie per i titoli sovrani	No	
Ristrutturazione debito quasi automatica	No	
Assetto istituzionale		
Ministro dell'Economia Europeo	Si	2020-2025
Bilancio dell'Eurozona	Si	2020-2025
FME - Fondo monetario europeo	Si	2020-2025

il 2019, EDIS, *backstop* per la risoluzione, titoli sintetici europei (SBS/ESB)⁸, CMU; entro il 2025, titoli ESA, regole bancarie, funzione di stabilizzazione, ministro economico europeo, FME.

Questa *roadmap* è largamente condivisibile, con alcuni distinguo. Anzitutto, come detto, la danosità di modificare ancora la regolamentazione bancaria sui titoli sovrani. A metà 2018, con solo un anno rimasto per la scadenza della legislatura europea, bisogna accelerare nell'ottenere il consenso per realizzare i pezzi mancanti dell'Unione bancaria entro il 2019. Se lo spazio per procedere in due tappe sui titoli europei, cioè prima SBS/ESB e poi Eurobond/ESA, fosse ormai troppo esiguo, si potrebbe puntare direttamente a emettere i secondi per finanziare la funzione di stabilizzazione e il piano di investimenti, risolvendo anche il problema della diversificazione dei portafogli bancari.

Alcuni pezzi del *puzzle* godono di ampio consenso a livello di istituzioni europee fin dal 2015, visto che erano presenti nel *Five Presidents' Report* elaborato dal presidente della Commissione insieme a quelli di Parlamento, Eurogruppo, Banca Centrale Europea (BCE), EuroSummit⁹. Si tratta del ministro economico europeo, della funzione di stabilizzazione e, nell'ambito dell'Unione bancaria, di EDIS e *backstop* per la risoluzione. Tuttavia, non sono ancora stati varati per l'opposizione di alcuni Stati membri.

2.2 Stabilizzazione del ciclo nell'Eurozona

- Creare uno strumento europeo, complementare a quelli nazionali, per rispondere agli shock nei singoli Stati membri.
- Limitare le tensioni nei bilanci nazionali in fasi negative del ciclo.
- Maggiore rigore sui conti pubblici nazionali.
- Più consenso sull'Eurozona da parte dell'opinione pubblica.

2.2.1 I limiti della costruzione europea nel fronteggiare shock simmetrici e ancor più quelli asimmetrici

Con la creazione dell'euro si ebbe un cambiamento importante nell'ambito dell'Unione europea. La politica monetaria fu centralizzata a livello di Eurozona, mentre la sovranità sulla politica di bilancio fu lasciata in capo ai singoli paesi. La moneta unica privava quindi le economie della zona euro di un importante strumento (la svalutazione) per l'assorbimento degli squilibri esterni¹⁰, senza che fosse previsto alcun altro meccanismo per garantire la stabilizzazione del ciclo. Questa esigenza era tuttavia ben chiara a chi lavorò al Trattato di Maastricht. La discussione

⁸ Pagano M., *Perché servono gli European Safe Bond*, lavoce.info, giugno 2017.

⁹ Juncker J.-C., Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M., Schulz M. (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, il cosiddetto "Five Presidents' Report".

¹⁰ Il fatto che di questo strumento si possa abusare, utilizzando svalutazioni ripetute nel vano tentativo di rilanciare la competitività nel lungo periodo, nulla toglie alla sua utilità nel gestire fluttuazioni economiche nel breve-medio periodo e assorbire shock asimmetrici.

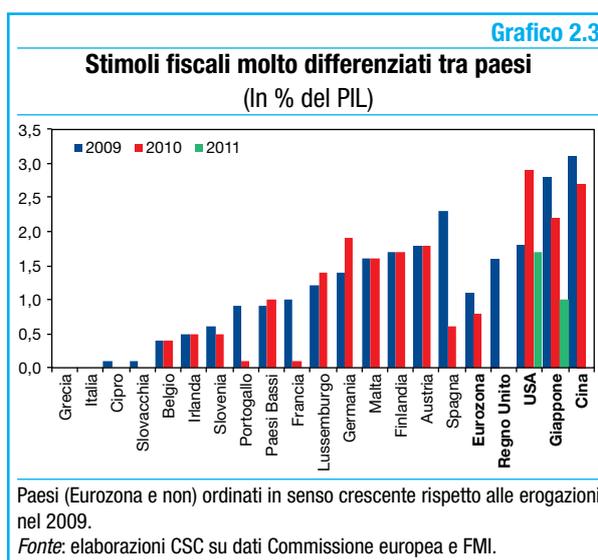
su come la zona euro dovesse assorbire gli shock fu condotta nel quadro analitico della teoria delle zone monetarie ottimali (si veda il BOX n. 5).

Prevalse, tuttavia, l'idea che per la stabilità economica fosse sufficiente il mantenimento della stabilità dei prezzi, tramite la politica monetaria comune, e che non fosse immediatamente necessario dotarsi di una politica fiscale comune. Ci si limitò a imporre dei vincoli alle politiche di bilancio nazionali, così come previsti dal Trattato di Maastricht e integrati dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC), per mantenerle sane e sostenibili, evitare esternalità negative al di fuori dell'ambito nazionale e garantire l'effettiva indipendenza della politica monetaria. Furono introdotti, quindi, solo criteri di convergenza nominali (soglie di debito e deficit, inflazione e tassi di interesse moderati, stabilità del tasso di cambio), nell'ipotesi che la stabilità nominale fosse l'unica cosa di cui i mercati, resi sufficientemente flessibili dalle riforme, avrebbero avuto bisogno.

Alcune problematiche di questo sistema di *governance* erano già evidenti prima della crisi economica, ma è con questa che esso ha dimostrato tutta la sua inadeguatezza. Nella seconda metà del 2008 divampò la crisi bancaria internazionale, che rapidamente si tradusse in crisi dell'economia reale, causando nel 2009 una caduta del PIL dell'Eurozona del 4,5 per cento; si è trattato di uno shock simmetrico perché ha interessato, seppur con intensità diversa, tutti i paesi dell'Unione. Nonostante l'abbassamento dei tassi di interesse e l'immissione di liquidità, la politica monetaria da sola non fu in grado di annullare la stretta creditizia e ripristinare la fiducia. Sul fronte delle politiche di bilancio, con lo *European Economic Recovery Plan* del novembre 2008, la Commissione europea lanciò un pacchetto di stimoli fiscali che ammontava a 200 miliardi di euro (1,5 per cento del PIL), di cui solo 30 presi dal bilancio UE o finanziati dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI); per gli altri, la Commissione invitava i singoli paesi a erogare risorse a livello nazionale, determinando autonomamente, in relazione agli spazi di bilancio disponibili, l'effettivo ammontare delle stesse.

Nel fronteggiare questo shock simmetrico la costruzione europea ha mostrato quattro limiti evidenti:

1) in economie molto integrate come quelle dell'Unione europea, l'espansione di bilancio di un paese, attraverso l'aumento del reddito disponibile, si traduce in aumento delle importazioni e quindi in aumento della domanda aggregata nelle altre economie interdipendenti. Ciascun paese, invece di intervenire peggiorando la propria posizione di bilancio, tende ad aspettare che siano gli altri a espandere (*free riding*). Le risorse anticrisi messe in campo risultarono, infatti, complessivamente inferiori al livello ottimale,



quello cioè che avrebbe consentito una piena spinta alla ripresa dell'economia. Stati Uniti, Cina e Giappone destinarono risorse ben più rilevanti (Grafico 2.3);

- 2) le risorse anticrisi dovrebbero essere allocate dove servono, dove maggiore è il loro beneficio marginale, ossia nei paesi in maggiore difficoltà. Al contrario, il piano europeo ha seguito il principio del "spende chi ha i soldi" che non consente un'allocazione ottimale delle risorse ed è, inoltre, in contrasto con la strategia della convergenza dei livelli di crescita che l'Unione persegue con le politiche di coesione: ha avuto, infatti, l'effetto di accentuare le differenze di performance tra paesi membri;
- 3) diversi paesi europei, in linea con quanto previsto dal piano, hanno adottato interventi a favore del settore auto, particolarmente colpito dalla crisi. Per evitare distorsioni del mercato unico, tali interventi sarebbero dovuti essere definiti in modo uniforme;
- 4) affidare l'azione anticrisi ai governi nazionali ha fatto crescere i debiti pubblici aumentando il rischio di crisi (asimmetriche) dei debiti sovrani dei paesi già più indebitati, come poi è avvenuto.

In altre parole, in presenza di uno shock simmetrico e con la sola politica monetaria come strumento comune, ma di per sé inefficace a stimolare la domanda aggregata (a causa della trappola della liquidità e del limite zero dei tassi), si è palesata la mancanza di un bilancio europeo adeguato a supportare politiche anticicliche.

Ancora più inadeguata è apparsa la *governance* europea nel rispondere a uno shock asimmetrico, come quello determinato dalla crisi dei debiti sovrani esplosa nella prima metà del 2010.

La crisi dei debiti sovrani colse del tutto impreparata l'UE e gli Stati nazionali, mancando di criteri, strumenti e obiettivi di intervento. Emersa come crisi greca nell'autunno 2009, si propagò presto ad altri paesi europei, inclusa l'Italia.

Per fronteggiare la crisi la BCE adottò solo con un certo ritardo la politica monetaria iperespansiva da tempo perseguita dalla FED, e che divenne indispensabile per garantire la tenuta della moneta unica. Parallelamente, la Commissione europea e, ancor più, il Consiglio portarono avanti una serie di riforme della *governance* tese a rafforzare la sorveglianza sui bilanci nazionali e a rendere più stringenti i vincoli di bilancio. Nei fatti, i paesi coinvolti furono costretti ad adottare politiche di bilancio restrittive imponenti e simultanee.

Nel fronteggiare lo shock asimmetrico, la risposta europea ha mostrato i seguenti limiti:

- 1) gli aggiustamenti "di mercato" a shock asimmetrici funzionano se vi è elevata mobilità del lavoro e dei capitali e flessibilità di prezzi e salari. La mobilità del lavoro in Europa, anche per effetto delle differenze linguistiche, rimane abbastanza contenuta. La contrazione del livello dei prezzi nei paesi periferici è stata significativa ma ha avuto l'effetto di rendere più oneroso l'aggiustamento dei conti pubblici¹¹. L'aggiustamento del costo del lavoro è stato parziale e ha riguardato solo alcuni paesi caratterizzati da minori rigidità (Irlanda) o che sono intervenuti modificando profondamente il meccanismo di fissazione dei salari (Spagna);

¹¹ Tanto più bassa è la dinamica del PIL nominale tanto più difficile la riduzione del deficit pubblico.

- 2) l'applicazione del PSC e dei memorandum di assistenza finanziaria ha comportato massicce e simultanee politiche di austerità, che hanno messo in ginocchio i paesi periferici, insieme alla stretta creditizia connessa alla crisi dei debiti sovrani (dovuta all'interruzione dei canali di trasmissione della politica monetaria). Ciò ha abbattuto il loro potenziale di crescita, ha fatto divergere il reddito pro-capite da quello dei paesi *core*, e ha reso meno sostenibili i loro conti pubblici;
- 3) dato l'elevato livello di integrazione tra i paesi dell'Unione, la crisi dei paesi periferici ha trascinato giù anche la crescita dei paesi *core*: la Germania è passata da un tasso di crescita del PIL del 4,1 per cento nel 2010 e 3,7 nel 2011 allo 0,5 per cento sia nel 2012 sia nel 2013; la Francia dal 2,0 e 2,1 per cento è scesa allo 0,2 e 0,6 per cento.

BOX n. 5 - La zona euro è un'area valutaria ottimale?

La teoria delle zone monetarie ottimali è incentrata sui criteri che renderebbero conveniente l'abbandono della sovranità monetaria, in favore dell'adesione a una moneta comune. Il costo principale dell'adesione a un'unione monetaria è ovviamente la perdita dello strumento monetario, a fronte della quale si dovrebbero materializzare i vantaggi dati dalla riduzione dei costi di transazione e dall'integrazione dei mercati dei capitali, che a sua volta dovrebbe determinare una migliore allocazione degli investimenti.

Un articolo di Robert Mundell del 1961 individua due criteri fondamentali per decidere se i costi dell'abbandono della sovranità monetaria sono superiori o inferiori ai benefici (Grafico A)¹. Il primo criterio ruota intorno alla capacità dei mercati di assorbire shock, idiosincratici o meno, senza dover ricorrere a politiche macroeconomiche stabilizzatrici (in particolare monetarie): se l'intervento delle autorità monetarie è inutile, poco importa chi detenga la sovranità, se gli Stati nazionali o un'istituzione sovranazionale come la BCE. Il secondo criterio è che, se i mercati non funzionano a dovere, i cicli economici siano sufficientemente sincronizzati; in assenza di shock idiosincratici, anche quando i mercati non riescono a riportare l'economia in equilibrio, la politica monetaria comune può operare con profitto per tutti i paesi appartenenti alla moneta unica. Un terzo criterio, aggiunto in seguito, dice che la politica monetaria decentralizzata potrebbe essere inutile, e quindi abbandonata senza rimpianti, se in seguito a shock



¹ Mundell R. A. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, 51 (4), pp. 657-665.

asimmetrici un sistema di trasferimenti fiscali sposta risorse a sufficienza dai paesi in fase di espansione a quelli in recessione. Questo avviene tipicamente nei paesi federali, in cui il bilancio centrale ridistribuisce risorse automaticamente tramite l'imposizione fiscale e la spesa sociale (ad esempio, i sussidi di disoccupazione finanziati dal bilancio federale). La teoria è agnostica riguardo al peso relativo di Stato e mercati nel garantire l'ottimalità di un'unione monetaria. I diversi criteri possono contribuire insieme o isolatamente all'assorbimento di shock idiosincratici².

Fin dalla firma del Trattato di Maastricht economisti e *policy maker* erano concordi sul fatto che la zona euro non fosse una zona monetaria ottimale; dopo un ventennio di esistenza dell'euro né la mobilità dei fattori, né l'evoluzione dei mercati dei capitali e creditizi, né il co-movimento delle variabili macroeconomiche, puntano a una capacità della zona euro di assorbire shock macroeconomici idiosincratici. Questo era ancora più vero all'inizio della moneta unica.

L'idea che prevalse all'epoca era che i criteri fossero endogeni e che quindi l'Unione Economica e Monetaria (UEM) fosse destinata a diventare progressivamente ottimale, perché la pressione concorrenziale di un'area strettamente legata dalla moneta unica avrebbe consentito ai governi nazionali di mettere in atto le riforme sufficienti a introdurre la flessibilità necessaria³.

Quindi, si sposava l'idea che la strada maestra per ottenere l'ottimalità fosse puntare sul criterio di flessibilità di mercato, che si era affermato nel dibattito di politica economica come l'unico in grado di garantire la convergenza dei mercati verso il loro equilibrio naturale⁴. È per questo che dopo un animato dibattito, si optò per l'introduzione nel Trattato di Maastricht esclusivamente di criteri di convergenza nominali.

Questo impianto non è stato mai fundamentalmente rimesso in questione e le successive riforme della *governance* dell'Eurozona, dal Patto di Stabilità e Crescita alle norme introdotte in fretta durante la crisi del debito sovrano (dai *two* e *six-pack* al *Fiscal Compact*) hanno continuato a puntare esclusivamente sul criterio della flessibilità dei mercati per garantire la stabilità della zona euro. È inutile ricordare il dibattito su quanto la lunga crisi dell'Eurozona sia imputabile all'austerità⁵. Va invece sottolineato che, da quando si è riaffacciata la crescita, si è aperta una finestra di opportunità per un dibattito che avvenga nel quadro della teoria delle aree valutarie ottimali.

² Alla luce di queste considerazioni, sembra fuori luogo l'insistenza dei movimenti euroscettici sul carattere intrinsecamente neoliberale dell'UEM. Se è vero che le politiche seguite e le istituzioni europee privilegiano gli aggiustamenti di mercato, nulla nella teoria obbligava a questa scelta.

³ Si veda Frankel, J.A., A.K. Rose (1998), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, *The Economic Journal*, 108 (449), pp. 1009-1025.

⁴ Il "Nuovo Consenso" incentrato sull'equilibrio naturale di medio periodo si afferma a partire dalla metà degli anni ottanta. Si veda Saraceno F. (2018), *La scienza inutile. Tutto quello che non abbiamo voluto imparare dall'economia*, Roma, Luiss University Press.

⁵ Si veda CSC (2017), op. cit.

2.2.2 C'è necessità di disporre di un meccanismo di stabilizzazione

a. Il dibattito sulla riforma dell'Eurozona: riduzione o condivisione del rischio?

Nel dibattito oggi emergono due visioni opposte. La prima è coerente con il Trattato di Maastricht e con le politiche e istituzioni che hanno caratterizzato il primo ventennio dell'euro: l'Unione europea sarà capace di assorbire gli shock (idiosincratici o meno) solo se i rischi macroeconomici verranno ridotti in ogni paese membro attraverso riforme e disciplina fiscale. La seconda visione invece "recupera" il criterio dei trasferimenti fiscali partendo dall'ipotesi che, per quanto in profondità si possa riformare l'economia, è velleitario immaginare che gli shock asimmetrici possano essere completamente assorbiti dai paesi che li subiscono; quindi occorrono dei meccanismi di condivisione del rischio tra i diversi paesi, che replichino almeno in parte quelli che sono naturalmente presenti in uno Stato federale.

La prima visione è al momento dominante nel dibattito europeo, in virtù dell'indisponibilità della Germania a discutere di mutualizzazione del rischio, fin tanto che i paesi più "indisciplinati" non avranno "fatto i compiti a casa" (si veda la scheda a pag. 113).

Ma è possibile immaginare che in futuro l'enfasi quasi esclusiva sulla riduzione del rischio possa garantire la stabilità della zona euro che è mancata in occasione dell'ultima crisi? Questo tema, su cui si è studiato e dibattuto negli anni della creazione dell'euro, era poi sparito dai radar. La crisi e il dibattito sulla riforma dell'Eurozona l'hanno riportato in auge.

b. Può bastare la sola riduzione del rischio?

È possibile immaginare che un'unione monetaria si basi esclusivamente sulla minimizzazione del rischio nei paesi membri e su meccanismi di mercato, per assorbire gli shock asimmetrici? La letteratura accademica sembra dare una risposta piuttosto chiara. In primo luogo, come documentato ampiamente anche di recente, la mobilità del lavoro in Europa (e la sua capacità di assorbire gli shock asimmetrici) è in aumento ma rimane ampiamente inferiore a quella degli Stati Uniti¹². In secondo luogo, proprio l'esperienza d'oltreoceano ci mostra in quale direzione dovrebbe evolvere l'Eurozona.

La letteratura economica si è concentrata nello stimare il peso di tre meccanismi tramite i quali uno shock asimmetrico può essere assorbito:

- 1) i mercati dei capitali: la diversificazione del portafoglio dei risparmiatori può far sì che il reddito da capitale sia meno volatile del PIL e che la capacità di spesa dei detentori di asset vari in modo limitato nel corso del ciclo economico;
- 2) il mercato del credito (principalmente tramite il settore bancario) se ben funzionante garantisce che imprese e (soprattutto) famiglie possano mantenere flussi di spesa stabili durante espansioni e contrazioni dell'attività, "spalmando" il consumo nonostante le fluttuazioni del reddito;

¹² Arpaia A., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. (2016), Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU, *IZA Journal of Migration*, 5 (1).

3) negli Stati federali, si aggiunge il ruolo del governo che opera tramite trasferimenti tra regioni, che avvengono il più delle volte automaticamente (imposte, sussidi di disoccupazione, prestazioni sociali, ecc.).

Due articoli accademici degli anni novanta hanno analizzato il ruolo di questi canali nel caso degli Stati Uniti¹³. Sachs e Sala-i-Martin stimano che i trasferimenti dal bilancio federale ammontino a circa 40 centesimi per ogni dollaro di riduzione del PIL di uno Stato colpito da shock idiosincratice. Quanto di questo sostegno al reddito si traduca in assorbimento dello shock dipende dalla misura dei moltiplicatori. Asdrubali *et AL.* nel 1996 arrivarono alla stima del 13 per cento, mentre calcolavano che i mercati dei capitali e del credito ne assorbissero rispettivamente il 39 e il 23 per cento; il rimanente 25 per cento non era assorbito. Quindi, pur se inferiore ai meccanismi di condivisione del rischio assicurati dai mercati, il ruolo stabilizzatore dei trasferimenti fiscali sembra essere sostanziale anche in un paese caratterizzato da estrema flessibilità come gli Stati Uniti.

Alcidi *et AL.* hanno recentemente aggiornato tale analisi confermandone i risultati riguardo agli Stati Uniti¹⁴. I trasferimenti fiscali nel periodo più recente (che comprende anche la crisi) hanno assorbito intorno al 10 per cento degli shock idiosincratice e la politica fiscale nel suo insieme (trasferimenti più variazioni “domestiche” del risparmio pubblico) intorno al 20 per cento. La parte del leone per gli Stati Uniti continuano a farla i mercati dei capitali, anche se sono sostituiti in parte, negli anni post-crisi, da variazioni del comportamento di risparmio. È interessante notare che per gli Stati Uniti la proporzione degli shock assorbita dai differenti canali è sostanzialmente identica quando si considerano shock temporanei o permanenti (solo i mercati dei capitali vedono la loro capacità di assorbimento dello shock ridursi, di circa un quarto, su orizzonti più lunghi).

Alcidi *et AL.* poi applicano la stessa metodologia all’Eurozona, trovando (a) che una parte sostanziale (tra il 75 e l’85 per cento a seconda della persistenza) dello shock non è assorbita; (b) circa il 15 per cento è assorbito dai risparmi pubblici (le politiche fiscali nazionali); (c) il resto, le briciole, è assorbito da trasferimenti fiscali e mercati dei capitali o del credito¹⁵. In particolare i mercati dei capitali diventano inefficaci soprattutto in caso di shock persistenti, mentre per shock temporanei hanno un peso analogo a quello delle politiche fiscali nazionali.

Alcidi *et AL.* mostrano, inoltre, che la limitata capacità di assorbimento della zona euro può essere imputata in particolare ai paesi della “periferia”. I paesi del “centro” mostrano una capacità di assorbimento più elevata (anche se comunque inferiore agli Stati Uniti). Il ruolo dei diversi canali tuttavia è molto volatile, con i mercati dei capitali (e in particolare il risparmio delle im-

¹³ Sachs J., Sala-i-Martin X. (1991), Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe From the United States, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 3855; Asdrubali P., Sorensen B.E., Yosha O. (1996), Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990, *The Quarterly Journal of Economics*, 111 (4), pp. 1081-1110.

¹⁴ Alcidi C., D’Imperio P., Thirion G. (2017), Risk-Sharing and Consumption-Smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A Comprehensive Comparison, *CEPS Working Document*, n. 4.

¹⁵ Questo particolare canale è evidenziato anche da Milano V., Reichlin P. (2017), Risk Sharing across the US and EMU - The Role of Public Institutions, *Luiss SEP Policy Brief*, 9 gennaio.

prese) che hanno assorbito la maggior parte dello shock nel 2008-2009, al picco della crisi, mentre dopo il 2010 la parte del leone è fatta dalle politiche fiscali nazionali e dal risparmio privato (entrambi trascurabili nella periferia). Quest'ultimo risultato conferma che i mercati dei capitali nell'Eurozona sono inefficaci quando gli shock sono persistenti.

Il confronto tra Eurozona e Stati Uniti non può prescindere da considerazioni sulla capacità di spesa a livello federale. De Grauwe e Ji hanno recentemente notato come i cicli economici tendano ad essere più sincronizzati che in passato, anche se rimane una fortissima eterogeneità riguardo alla loro ampiezza¹⁶. Siamo insomma in una situazione diversa da quella descritta dalla teoria delle zone monetarie ottimali, per cui conta solo la simmetria delle fluttuazioni cicliche. In queste condizioni, una capacità di stabilizzazione sovranazionale (monetaria e fiscale) potrebbe assorbire la parte comune degli shock, lasciando a trasferimenti e a *risk sharing* privato tramite i mercati dei capitali il solo compito di "compensare" le differenze di ampiezza.

Quindi, la letteratura recente fornisce due indicazioni utili per il dibattito sulla *governance* europea. Se si guarda all'esempio degli Stati Uniti, sviluppare l'Unione dei mercati dei capitali e completare l'Unione bancaria è prioritario, perché questo garantirebbe un aumento sostanziale della capacità di stabilizzazione tramite condivisione del rischio operata dai mercati. Occorre, tuttavia, notare che le importanti divergenze tra i paesi del centro e della periferia potrebbero limitarne l'efficacia. Questo è indirettamente mostrato dal fatto che, nonostante i molti progressi nell'integrazione dei mercati dei capitali nella zona euro, la loro capacità di stabilizzazione non è aumentata significativamente. Inoltre, è interessante notare che, come documentano Alcidi *et AL.*, il contributo dei mercati dei capitali alla stabilizzazione durante la crisi del debito sovrano è stato *negativo*: i flussi di capitale hanno destabilizzato le economie dell'Eurozona. È quindi ragionevole ritenere che sia irrealistico aspettarsi una capacità di stabilizzazione da parte dei mercati analoga a quella che si osserva negli Stati Uniti. È per questo che sembra altrettanto importante che la zona euro si doti di una seconda gamba, un meccanismo di condivisione del rischio tramite la politica fiscale, che agisca a complemento della condivisione del rischio operata dai mercati. Negli USA i meccanismi di trasferimento fiscale hanno giocato un ruolo significativo nello stabilizzare gli shock asimmetrici, anche se quantitativamente meno importante rispetto ai mercati dei capitali.

Come dimostrato dalla letteratura teorica ed empirica, la capacità di stabilizzazione dei mercati di capitali, anche quando sono completi, non può essere totale a causa della presenza di esternalità. La diversificazione del portafoglio non è quella ottimale perché i risparmiatori non incorporano nei propri piani gli effetti positivi sulle altre economie della diversificazione. Fahri e Werning hanno recentemente mostrato che in questo caso l'esistenza di un meccanismo di stabilizzazione fiscale può aiutare a internalizzare i benefici della condivisione del rischio tramite i mercati dei capitali, e quindi avvicinare l'economia all'equilibrio efficiente¹⁷. Un meccanismo di trasferimenti fiscali, in altre parole, sarebbe utile non solo per l'impatto diretto sulla stabiliz-

¹⁶ De Grauwe P., Ji Y. (2016), Flexibility versus Stability. A Difficult Trade-Off in the Eurozone, *CEPS Working Document*, n. 422.

¹⁷ Farhi E., Werning I. (2017), Fiscal Unions, *American Economic Review*, 107 (12), pp. 3788-3834.

zazione degli shock asimmetrici, ma anche perché renderebbe più efficace la condivisione del rischio operata dai mercati. I due strumenti sarebbero complementari.

Non è dunque sorprendente l'enfasi crescente che vari *policy maker* europei mettono sulla necessità che la zona euro si doti di una capacità fiscale autonoma. Lo stallo politico tra la Germania e la Francia ha impedito, finora, significativi progressi su questo fronte. Ma l'idea, un tabù fino a due anni fa, si è ormai installata nel dibattito politico europeo. Non è un caso che in maggio, poche settimane prima del vertice europeo di giugno, Mario Draghi e il suo vice alla BCE Vítor Constâncio abbiano insistito sulla necessità di accompagnare disciplina fiscale e sostenibilità dei conti con più condivisione del rischio¹⁸. Constâncio in particolare ha preso posizione contro l'approccio che chiama minimalista (nel quale include anche la proposta di sintesi avanzata da un gruppo di 14 economisti franco-tedeschi¹⁹), concentrato quasi esclusivamente sulla riduzione del rischio, da conseguirsi principalmente tramite il rafforzamento delle regole fiscali, e si schiera a favore della creazione di una capacità fiscale per l'Eurozona. A giugno la dichiarazione congiunta del presidente francese Macron e del Cancelliere tedesco Merkel ha aperto alla creazione di un bilancio dell'Eurozona.

c. Verso più condivisione del rischio: tre strumenti per la stabilizzazione macroeconomica

Tra le numerose proposte per creare una capacità fiscale europea a fini di stabilizzazione, tre in particolare ricevono l'attenzione dei commentatori. La loro capacità individuale di assorbimento degli shock asimmetrici è di dimensioni limitate. Se operative congiuntamente, però, esse potrebbero contribuire, insieme allo sviluppo dei mercati dei capitali, a quella stabilizzazione di cui l'Eurozona ha bisogno per ridurre la divergenza in caso di shock.

Qualunque meccanismo di questo tipo dovrebbe garantire che non ci siano trasferimenti permanenti tra i paesi partecipanti e dovrebbe attivarsi in caso di shock asimmetrici. Meccanismi come quelli descritti di seguito agirebbero poi anche in caso di shock simmetrici e sarebbero fondati su un bilancio proprio dell'Eurozona.

Sussidio di disoccupazione europeo

La prima proposta è affiancare ai sistemi di protezione sociale nazionali un sistema di sussidi di disoccupazione europei, che garantirebbe la stabilizzazione macroeconomica in caso di shock asimmetrici. Nel 2014 l'allora ministro dell'economia italiano ha presentato una proposta che resta a oggi la più compiuta: prevede un sussidio di disoccupazione europeo che verrebbe pagato in caso di scostamenti significativi dai tassi medi di disoccupazione passati. Uno schema

¹⁸ "Risk-reducing and risk-sharing in our Monetary Union", speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the European University Institute, Firenze, 11 maggio 2018; "Completing the Odyssean journey of the European monetary union", remarks by Vítor Constâncio, at the ECB Colloquium on "The Future of Central Banking", Frankfurt am Main 16-17 maggio 2018. È interessante notare come Draghi veda la creazione di una capacità fiscale per l'Eurozona come uno degli strumenti necessari a evitare che la politica monetaria sia "sovraccaricata" durante le crisi economiche. Si veda anche Saraceno F. (2016), The ECB: a Reluctant Leading Character of the EMU Play, *Economia Politica*, 33 (2), pp. 129-151.

¹⁹ Benassy-Quéré et al. (2018), Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform, *CEPR Policy Insight*, n. 91.

contingente, che interverrebbe solo in caso di shock importanti, e che sarebbe aggiuntivo e non sostitutivo rispetto ai sistemi nazionali.

Uno schema improntato a questi principi può essere simulato per osservarne l'impatto sull'attività economica. Il recente lavoro di Aparisi de Lannoy e Ragot calcola l'impatto di uno schema finanziato dai paesi membri con contributi annuali di dimensione limitata (0,1 per cento del PIL), i cui pagamenti sarebbero innescati da variazioni del tasso di disoccupazione (ciclico, quindi di breve durata) diversi da paese a paese, per tenere conto delle diverse condizioni strutturali, rispetto alla media del decennio precedente²⁰. L'effetto in termini di stabilizzazione del PIL a livello europeo sarebbe limitato (a meno che le soglie di attivazione non fossero molto basse), ma per i singoli paesi membri potrebbe essere molto significativo. Gli autori fanno l'esempio della Spagna che al picco della crisi avrebbe avuto un tasso di crescita del PIL di circa un punto e mezzo più elevato. Altre stime con schemi simili danno risultati analoghi: costi e capacità di stabilizzazione globale limitati, ma effetti importanti di stabilizzazione per i paesi colpiti da shock significativi²¹.

Un fondo di stabilizzazione europeo

Un fondo di stabilizzazione europeo funzionerebbe secondo gli stessi principi del sussidio di disoccupazione comune, ma agendo direttamente sui bilanci pubblici dei paesi membri. La più compiuta descrizione di come tale fondo potrebbe funzionare è contenuta in un lavoro recente del Fondo Monetario Internazionale (FMI)²². Un eventuale Fondo di Stabilità Europeo potrebbe contribuire a mitigare sia gli shock idiosincratici che quelli comuni. Sarebbe finanziato in primis da contributi annuali dei paesi, utilizzati per accumulare attività in periodi di espansione, ed effettuerebbe trasferimenti in momenti di crisi. Nella formulazione del FMI, il fondo sarebbe dotato di una capacità autonoma di indebitamento, in modo da poter essere operativo anche quando uno shock comune ed eccezionalmente ampio ne esaurisca il patrimonio. Per evitare rischi di azzardo morale, i trasferimenti ai singoli paesi che vadano oltre i contributi versati sarebbero subordinati al rispetto delle regole fiscali. Il FMI discute anche alcune caratteristiche che il Fondo dovrebbe avere per evitare trasferimenti permanenti tra paesi. I titoli di debito del Fondo, garantiti collettivamente dai paesi membri, potrebbero costituire il *safe asset* di cui da più parti si invoca la creazione, anche per stabilizzare i mercati finanziari europei.

La proposta del FMI utilizzerebbe le deviazioni del tasso di disoccupazione dalle medie passate come elemento di attivazione dei trasferimenti. Le simulazioni fatte dal FMI mostrano che l'effetto stabilizzatore sarebbe significativo anche in caso di shock comuni (contrariamente agli schemi di sussidi di disoccupazione). Questo sarebbe vero soprattutto quando l'economia è al limite inferiore dei tassi e la politica monetaria non ha trazione, lasciando alla sola leva fiscale il compito della stabilizzazione. Il modello del FMI mostra anche che la stabilizzazione sarebbe

²⁰ Aparisi de Lannoy L., Ragot X. (2017), Une (ré)assurance chômage européenne, *OFCE Policy Brief*, n. 28, 30 novembre.

²¹ Anne Epaulard, Contingent vs. Non-Contingent Unemployment Benefit Scheme for the EMU, Conference on Economic shock absorbers for the Eurozone, Brussels, 20 giugno 2014.

²² Arnold N. et AL. (2018), A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area, *IMF Staff Discussion Note*, n. 3.

importante pure nel caso di shock idiosincratici in paesi di dimensioni significative come la Spagna, e che potrebbe essere ottenuta senza mettere in pericolo la solvibilità del Fondo anche quando i contributi annuali sono di taglia relativamente modesta. La nota del FMI fa anche un'analisi controfattuale analizzando dati storici: se il Fondo di Stabilità Europeo fosse stato attivo dal 1990, facendo ipotesi ragionevoli su contributi e soglie di attivazione dei pagamenti, sarebbe arrivato al 2009 con un patrimonio pari all'1,6 per cento del PIL, che avrebbe utilizzato per stabilizzare l'economia nella fase iniziale della crisi²³. Tra il 2012 e il 2017 avrebbe continuato a fare opera di stabilizzazione indebitandosi, con un picco all'1,1 per cento del PIL nel 2014 e poi un graduale declino fino allo 0,6 per cento nel 2017.

Nella proposta del FMI la stabilizzazione si concretizza in trasferimenti in favore dei bilanci pubblici dei paesi in difficoltà. Altre proposte, quali quelle della Commissione a giugno 2017 e dicembre 2017, fanno riferimento esplicito al fatto che questi trasferimenti siano volti a preservare i livelli di investimenti nazionali, colmando i deficit di finanziamento nei preesistenti progetti e/o sostenendo lo sviluppo delle competenze.

A maggio 2018 la Commissione, nell'ambito del nuovo bilancio europeo, ha presentato la sua proposta per una funzione di stabilizzazione dedicata ai paesi euro, aperta anche a quelli non-euro che aderiscono agli accordi europei di cambio. L'accesso alle risorse è condizionato al rispetto di severi criteri di ammissibilità ed eleggibilità e scatterebbe a seguito di un aumento della disoccupazione oltre una certa soglia. La nuova funzione, complementare al ruolo svolto dai bilanci nazionali, prevede prestiti, garantiti dal bilancio UE, con un massimale di 30 miliardi, per gli Stati membri colpiti da shock asimmetrici, con l'obiettivo di sostenere gli investimenti pubblici; è inclusa la copertura dell'onere degli interessi.

È positivo che la Commissione abbia elaborato, dopo le analisi del 2017 che già riconoscevano l'esistenza del problema, una proposta concreta per la realizzazione della funzione di stabilizzazione. Tuttavia, il meccanismo proposto è inadeguato: il massimale è insufficiente; la condizionalità non è necessariamente efficiente, visto che l'obiettivo è evitare un possibile effetto contagio; l'intervento si configura come un prestito che va rimborsato e per questo limita il tipo di investimenti finanziabili.

Fornitura di beni pubblici europei: bilancio europeo anche in funzione anticiclica

Una stabilizzazione del ciclo si può ottenere anche con la gestione attenta dei beni pubblici europei: dagli investimenti transnazionali, alle spese per i rifugiati e i flussi migratori. Tali spese, per loro natura strutturali e pluriannuali, mal si prestano in linea di principio all'utilizzo per fini di stabilizzazione macroeconomica, soprattutto nei casi di shock asimmetrici. Tuttavia, un'accorta gestione dei fondi, che moduli sia i tempi che l'allocazione geografica delle risorse tenendo conto della posizione ciclica dei paesi, potrebbe coadiuvare i due strumenti analizzati sopra nello smussare le fluttuazioni cicliche e nel contrastare la divergenza. In altre parole, pur

²³ La calibrazione assume che: ogni paese paga lo 0,35 per cento del PIL in contributi annuali; i trasferimenti attivati da disoccupazione eccessiva ammontano allo 0,5 per cento del PIL per ogni punto di deviazione dalla media dei 7 anni precedenti.

rimanendo nell'ambito dei normali vincoli tecnici ed economici di lungo periodo, la gestione al margine delle spese di investimento può rispondere a criteri di urgenza macroeconomica, in base alla quale gli interventi possono essere indirizzati con priorità in paesi dove sono più necessari nel breve periodo.

Un'idea simile è stata avanzata di recente da Martin Sandbu, secondo cui i contributi e i pagamenti nel bilancio europeo potrebbero essere indicizzati alle condizioni cicliche delle economie²⁴. Senza alterare il contributo netto totale, che dipende dal livello medio del reddito, ogni paese sarebbe chiamato a contribuire di più (o a ricevere di meno) nelle fasi di espansione, viceversa nelle fasi di contrazione. Un calcolo grossolano, sostiene Sandbu, mostra che soprattutto per i paesi meno ricchi, che ricevono contributi fino al 5 per cento del PIL, il semplice riscadenziamento dei pagamenti condizionato alla posizione ciclica dell'economia potrebbe costituire una significativa riserva di risorse, da usare in chiave di stabilizzazione ciclica.

2.2.3 Come devono cambiare i vincoli del Patto di Stabilità e Crescita?

In relazione al modo in cui verrà costruita la funzione di stabilizzazione, sarà possibile irrigidire i vincoli di bilancio nazionali, rivedendo il PSC. Infatti, la centralizzazione della funzione di stabilizzazione a livello di Eurozona ha due importanti implicazioni: i governi dei singoli paesi membri farebbero meno ricorso alla leva di bilancio (interventi discrezionali) per stabilizzare il ciclo economico, potendo usufruire di strumenti aggiuntivi sovranazionali; in fasi recessive non si verificherebbe una caduta prolungata delle entrate fiscali e un aumento protratto delle uscite per la protezione sociale (stabilizzatori automatici). Questi due fattori renderebbero molto più agevole, nell'eventualità di uno shock, il mantenimento di bilanci nazionali in equilibrio.

In altre parole, in caso di recessione in un paese membro, se la funzione di stabilizzazione europea si concretizzasse solo nel sostegno agli investimenti, l'erogazione delle risorse europee consentirebbe di attenuare la riduzione dell'attività economica e di evitare interventi discrezionali dei governi nazionali. Se la funzione di stabilizzazione, invece, dovesse prevedere anche l'erogazione di sussidi di disoccupazione, le risorse sovranazionali consentirebbero di evitare non solo interventi discrezionali nazionali ma anche di contenere l'impatto sui bilanci degli stabilizzatori automatici.

In quest'ottica, l'assegnazione di una funzione di stabilizzazione macroeconomica a livello europeo consentirebbe di giustificare l'obbligo di mantenere in pareggio strutturale i bilanci nazionali.

Tale vincolo, già previsto dalla legislazione europea e reso più stringente dal Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione Economica e Monetaria, chiamato *Fiscal compact*, è stato (giustamente) sino a oggi rispettato molto poco: solo da circa un quarto dei paesi euro, in media, tra il 2013 (anno di entrata in vigore) e il 2017; da meno della metà (9 paesi) nell'anno migliore, il 2016. Solo Germania e Lussemburgo lo hanno sempre rispettato. A questi va aggiunta la Grecia, a cui però il pareggio è stato imposto come condizione per ricevere il sostegno finanziario degli altri partner europei (Tabella 2.2).

²⁴ Sandbu M., Make Do and Mend in the EU, *Financial Times – Free Lunch*, 5 febbraio 2018.

Nel contesto attuale, il mantenimento del pareggio di bilancio non è ragionevole perché, per il modo in cui è costruito, il vincolo presuppone che a livello nazionale non si possano adottare i necessari interventi discrezionali (aggiuntivi rispetto all'operare degli stabilizzatori automatici) per fronteggiare una crisi economica, quando questi sono l'unico strumento disponibile²⁵. Con la creazione di un bilancio euro destinato a riequilibrare le economie in recessione, invece, i paesi membri sarebbero messi nella condizione di riuscire a rispettare il pareggio di bilancio.

Il vincolo dovrebbe continuare a essere calcolato sui saldi strutturali per tenere conto delle normali fluttuazioni cicliche a cui è soggetto il bilancio pubblico, che potrebbero essere ridotte ma comunque non eliminate anche con la funzione di stabilizzazione accentrata a livello europeo.

Ma potrebbe essere eliminata la matrice alla base del "braccio preventivo" del PSC che, introdotta nel 2015 nell'ambito della flessibilità di bilancio, lega la dimensione finanziaria delle correzioni strutturali da adottare a livello nazionale alla dinamica dell'*output gap*, cioè alla situazione ciclica dell'economia²⁶. Infatti, non sarebbe più solo la politica di bilancio nazionale a dover agire per riequilibrare il ciclo economico negativo. Quest'ultima opererebbe solo attraverso gli stabilizzatori automatici il cui effetto potrebbe essere limitato qualora si introducesse un sistema di protezione sociale europeo.

Allo stesso modo sarebbe possibile modificare la parte correttiva del Patto, spostando il vincolo da rispettare dall'attuale 3 per cento del rapporto deficit/PIL al pareggio di bilancio: sarebbe sufficiente che il deficit strutturale toccasse l'1 per cento del PIL per far entrare un paese membro nella parte correttiva del Patto.

Inoltre, l'attuazione delle regole del PSC oggi è ampiamente discrezionale. Ciò perché le condizioni molto differenziate delle singole economie possono giustificare valutazioni diverse circa il rispetto dei vincoli di bilancio da parte dei paesi membri. Va anche considerato che i governi,

Tabella 2.2

Paesi euro con saldo strutturale in pareggio

Anno	Quanti	Quali
2010	2	Estonia, Lussemburgo
2011	2	Estonia, Lussemburgo
2012	5	Estonia, Lussemburgo, Germania, Grecia, Lettonia
2013	3	Germania, Grecia, Lussemburgo
2014	6	Germania, Estonia, Grecia, Cipro, Lussemburgo, Paesi Bassi
2015	6	Germania, Estonia, Grecia, Cipro, Lussemburgo, Austria
2016	9	Germania, Estonia, Grecia, Cipro, Lussemburgo, Lettonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi
2017	8	Germania, Irlanda, Grecia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Finlandia

Fonte: elaborazioni CSC su stime Commissione europea.

²⁵ I saldi di bilancio strutturali, infatti, esprimono il valore del saldo di bilancio che si avrebbe con una crescita del PIL pari a quella del potenziale; quindi incorporano gli effetti del divario che il PIL effettivo presenta rispetto al potenziale che, sul bilancio pubblico, sono riconducibili agli effetti degli stabilizzatori automatici.

²⁶ La "matrice" stabilisce un legame più preciso tra posizione del ciclo economico e aggiustamento strutturale di bilancio richiesto agli Stati membri, per quelli che non hanno ancora raggiunto l'obiettivo di medio termine. L'aggiustamento di bilancio richiesto è, inoltre, più elevato per i paesi con un livello del debito pubblico maggiore del 60 per cento del PIL.

che quelle regole si sono dati, si sono voluti lasciare una via di uscita per poterle disapplicare. Fatto sta che l'attuazione politica del PSC, sia da parte della Commissione europea, sia del Consiglio, ha reso, nei fatti, inefficaci le regole stesse.

Per questo è stato possibile alla Grecia registrare per ben 19 volte, in 21 anni di applicazione del PSC, un deficit superiore al 3 per cento del PIL, rimanendo nella procedura per deficit eccessivi consecutivamente dal 2004 al 2017. Anche la Francia è stata per 14 anni su 21 nella procedura correttiva. Dei 27 paesi, solo Lussemburgo e Svezia non hanno mai violato la soglia del 3 per cento di deficit/PIL (Tabella 2.3).

Con l'attivazione della nuova funzione di stabilizzazione europea, al contrario, si potrebbe comprimere tale discrezionalità. Il rispetto delle regole potrebbe essere valutato in modo automatico, rendendole più trasparenti, in modo analogo a ciò che avviene in paesi federali come gli USA.

Se l'applicazione delle regole è stata discrezionale, anche la correzione dei disavanzi basata sul meccanismo delle raccomandazioni si è dimostrata inefficace: in media, sono stati necessari quasi 5 anni per chiudere le 34 procedure per deficit eccessivo che sono state avviate dal 1997 a oggi e, in un terzo dei casi, ci sono voluti ben più di 5 anni.

Per questa ragione occorre anche introdurre meccanismi che consentano di prevenire eventuali squilibri futuri, con la facoltà, da parte di istituzioni europee, di incidere sui disegni di legge di bilancio nazionali, al momento della loro presentazione ai rispettivi Parlamenti, qualora questi possano condurre a scostamenti significativi dal pareggio di bilancio (o dagli obiettivi fissati per raggiungerlo). Questo diritto di influenza sulle politiche

Tabella 2.3

Violazioni del vincolo europeo sul deficit			
	Numero di anni nel PSC	Numero di anni con deficit/PIL>3%	Procedure per deficit eccessivi attivate
Grecia	21	19	2004-17
Portogallo	21	19	2005-8 2009-17
Francia	21	14	2003-7 2009-*
Polonia	14	9	2004-8 2009-15
Spagna	21	11	2009-*
Ungheria	14	7	2004-13
Romania	10	5	2009-13
Italia	21	10	2005-8 2009-13
Cipro	14	6	2004-6 2010-16
Slovenia	14	6	2009-16
Croazia	5	2	2013-17
Lituania	14	5	2009-13
Slovacchia	14	5	2004-8 2010-14
Germania	21	7	2002-7 2009-12
Irlanda	21	7	2009-16
Lettonia	14	4	2009-13
Belgio	21	6	2010-14
Bulgaria	11	3	2010-12
Paesi Bassi	21	5	2002-5 2010-14
Malta	14	3	2004-7 2009-12 2013-15
Rep. Ceca	14	3	2004-8 2009-14
Austria	21	3	2009-14
Danimarca	21	1	2010-14
Finlandia	21	1	2010-13
Estonia	14	0	
Lussemburgo	21	0	
Svezia	21	0	
Totale		171	

Paesi ordinati in senso decrescente con il rapporto tra numero di violazioni e numero di anni in cui il paese avrebbe dovuto rispettare il Patto di Stabilità e Crescita (PSC). *Procedure ancora aperte.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

di governi nazionali conferito alle istituzioni europee deve avvenire di pari passo a un processo di legittimazione democratica di queste ultime; si tornerà su tale punto nel paragrafo 2.6.

Vale la pena sottolineare che l'irrigidimento dei vincoli del PSC si giustifica solo come parte di un pacchetto di riforme che include l'assegnazione a livello europeo della funzione di stabilizzazione. Rappresenta, cioè, il "bastone" che bilancia la "carota" della stabilizzazione. Peraltro, la stretta sul PSC può rappresentare un modo per convincere i paesi *core*, meno disposti a contribuire con ulteriori risorse alla stabilizzazione comune ma sostenitori del rafforzamento dei vincoli di bilancio.

Infine, va evidenziato che, nel lungo periodo, il mantenimento del pareggio di bilancio porterebbe logicamente alla naturale riduzione dei debiti pubblici nazionali in percentuale del PIL. Un obiettivo questo che consentirebbe di ridurre gli *spillover* negativi che un paese è in grado di generare sulle altre economie dell'area, in caso di default. Inoltre, anche la regola della spesa e quella sul debito non avrebbero più ragione di esistere. Si potrebbe quindi arrivare a semplificare in modo sostanziale il corpo delle regole di bilancio previste dal PSC, che oggi è complesso e di difficile comprensione. Basti pensare che il Vademecum del PSC, che spiega tutte le regole in vigore, viene aggiornato ogni anno e nel 2018 si sviluppa in 220 pagine.

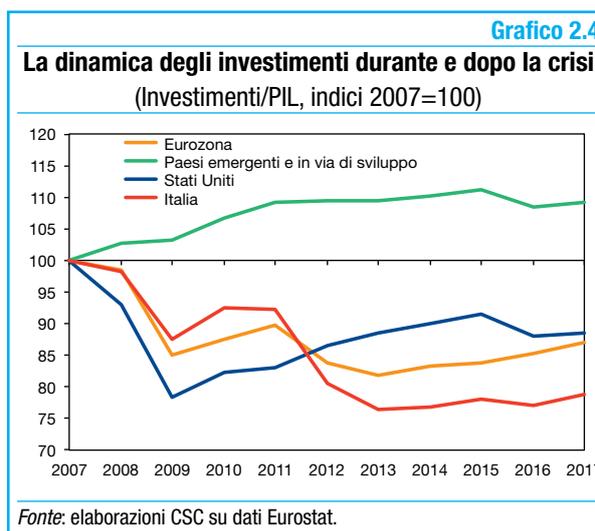
2.3 Piano di investimenti dell'Eurozona

- Colmare il gap di investimenti accumulato nella crisi con un Piano europeo.
- Aumentare la crescita potenziale per evitare la marginalizzazione nel lungo termine e rispondere alla concorrenza dei grandi player internazionali, Cina e Stati Uniti.

2.3.1 Perché serve un Piano europeo di investimenti aggiuntivo?

La grande recessione del 2008-2009 è stata seguita da un declino eccezionale degli investimenti nell'Eurozona, più pronunciato di quello del PIL e più ampio di quanto suggerito dalle evoluzioni delle crisi precedenti. Inoltre, si è assistito a un prolungarsi di questa condizione con un aggiustamento molto lento, e un peggioramento relativo rispetto ai valori pre-crisi sia nei confronti dei paesi emergenti e in via di sviluppo sia rispetto agli Stati Uniti. La situazione dell'Italia risulta essere ancora peggiore (Grafico 2.4).

Tra le cause del fenomeno vi sono diversi fattori: l'incertezza sulle prospettive economiche, determinate dal timore di una maggiore volatilità del ciclo a seguito del forte shock del 2008; l'incertezza politica,

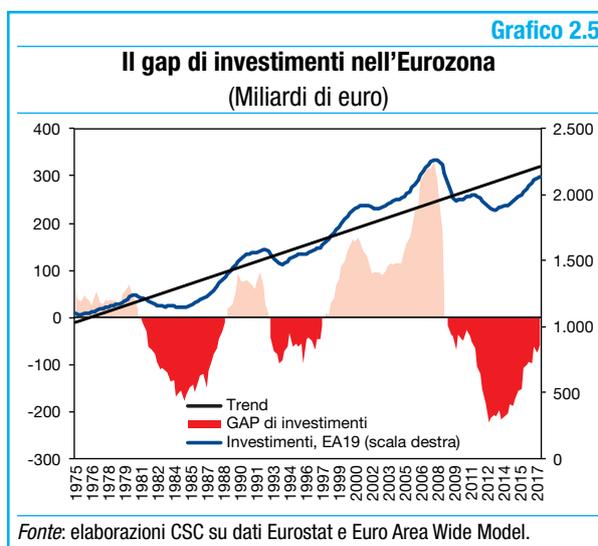


incidente sulle prospettive degli indirizzi di politica economica sia a livello aggregato sia a livello dei singoli paesi; i sintomi di una stagnazione secolare, con una diminuzione strutturale del tasso di risparmio nelle economie avanzate e una pressione al ribasso sul tasso di interesse reale; vincoli creditizi e di liquidità, solo in parte bilanciati dalla politica monetaria non convenzionale della BCE²⁷.

Quali sono le conseguenze di una dinamica debole degli investimenti? In un contesto di bassa crescita e di calo della dinamica del PIL potenziale (sia nell'Eurozona che in Italia), gli investimenti influenzano la crescita nel breve periodo come componente di domanda; sono poi determinanti per la costruzione di capitale fisico, umano e di conoscenza in grado di aumentare la produttività e innalzare il livello e la dinamica del PIL potenziale. La chiusura del gap di investimenti è importante inoltre per evitare il rischio di una possibile marginalizzazione dell'Eurozona rispetto ai concorrenti globali: oltre agli Stati Uniti (dove gli investimenti sono ripartiti prima e più velocemente che nell'Eurozona), il rischio che si presenta nel lungo periodo è un aumento del divario in termini di reddito, nei confronti dei paesi emergenti già favoriti dai trend demografici, che continuano a investire a ritmi molto superiori rispetto a quelli dei paesi avanzati²⁸. A questo riguardo, al momento ci si attende che, se proseguissero le tendenze in corso, il divario tra le quote sul PIL mondiale dei paesi BRIC rispetto ai paesi dell'Eurozona si allargherebbe di oltre 10 punti percentuali tra il 2020 e il 2040 (stime CSC su dati OCSE)²⁹.

Quanto è preoccupante la situazione attuale e in quale misura occorrerebbe agire? A tal fine è interessante confrontare gli investimenti nell'Eurozona con il loro trend di lungo periodo (Grafico 2.5)³⁰. Se si definisce come gap di investimenti la distanza dal trend (che può considerarsi

come valore "normale" in una prospettiva storica), il gap nell'Eurozona nel 2017 è stimabile intorno agli 85 miliardi di euro. Tale valore richiede attenzione e potrebbe anche essere sotto-



²⁷ Si vedano, ad esempio: European Central Bank (2015), What Is behind the Low Investment in the Euro Area? Responses from a Survey of Large Euro Area Firms, *ECB Economic Bulletin*, n. 8, Box 2; Barkbu, M. B., Berkmen P., Lukyantsau P., Saksonovs M. S., Schoelermann H. (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, n. 15-32, International Monetary Fund.

²⁸ Nonostante sia normale pensare a un fenomeno di *catching-up*, va considerato che il rapporto investimenti/PIL in India e Cina si attesta nel 2017 sui valori rispettivamente del 32 per cento e 44 per cento (Eurostat).

²⁹ Le proiezioni dell'OCSE di lungo periodo si riferiscono all'Eurozona a 15 paesi.

³⁰ Un esercizio simile è stato condotto nel 2014 sui dati dell'UE a 15 paesi in Claeys G., Hüttl P., Sapir A., Wolff G. B., *Measuring Europe's Investment Problem*, *Bruegel blog post*, novembre 2014. Gli autori stimavano un gap di 260 miliardi di euro nel 2013. Nel presente lavoro, invece, sono stati usati dati trimestrali sull'Eurozona a 19 paesi, combinando

stimato rispetto a calcoli più sofisticati: ad esempio, con tale metodologia a fine 2013 il gap è stimato essere intorno a 240 miliardi di euro, valore che si colloca nella parte bassa della forchetta di 230-370 miliardi indicata dalla Commissione europea³¹.

2.3.2 L'Europa si è già mossa, ma non è abbastanza

A partire dal 2009 il livello degli investimenti pubblici in Europa si è fortemente contratto (da 3,7% del PIL a 2,7% nel 2016, punto di minimo nelle serie storiche a partire dal 1999), rischiando di avere effetti di lungo periodo sulla performance economica dell'Eurozona³². Solo recentemente si vedono timidi segnali di recupero (2,8% nel 2017).

Peraltro, oggi il livello dei tassi di interesse è ancora particolarmente basso e si può sfruttare la finestra di opportunità per finanziare un piano di investimenti europeo che realizzi progetti addizionali e produttivi, gestito a livello sovranazionale.

L'Unione europea, già oggi, stimola gli investimenti in infrastrutture, ricerca e innovazione attraverso diversi programmi³³. I due principali sono il Piano Juncker e *Horizon 2020*. Si tratta di due grandi progetti su cui l'Europa si è mossa, ma che non sono sufficienti per colmare il ritardo in termini di investimenti e per accrescere il potenziale di crescita al livello degli altri grandi *player* mondiali. Il Piano Juncker, in particolare, non sembra essere riuscito a finanziare progetti addizionali, innovativi e rischiosi, dedicandosi in buona misura a investimenti che sarebbero stati realizzati comunque. Serve, perciò, un nuovo piano europeo di investimenti.

La proposta della Commissione dello scorso maggio sembra muoversi in questa direzione, ma nell'ambito del bilancio UE. Il nuovo Quadro Finanziario Pluriennale 2021/2027 conterrebbe infatti un'ampia serie di programmi - tra cui *InvestEU* che sostituirà il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici (FEIS) e integrerà gli strumenti finanziari presenti in altri programmi europei, *Horizon Europe*, *Connecting Europe Facility*, il nuovo Fondo sulla difesa, il nuovo programma sul digitale - con l'obiettivo di promuovere e finanziare gli investimenti strategici di cui l'Europa ha bisogno in materia di ricerca, innovazione, infrastrutture. Questi strumenti - che secondo la proposta della Commissione avranno un ammontare totale di circa 180 miliardi di euro - sono pensati in un'ottica di stretta sinergia l'uno con l'altro per rappresentare, tutti insieme, un programma di investimenti per la crescita e la competitività dell'Europa per i prossimi 10 anni.

dati Eurostat (dal 1995) e dati ricostruiti da Fagan G., Henry J., Mestre, R. (2005), An Area-Wide Model for the Euro Area, *Economic Modelling*, 22 (1), pp. 39-59.

³¹ https://ec.europa.eu/commission/files/factsheet-why-does-eu-need-investment-plan_en

³² Si veda Claeys G., Hüttl P., Sapir A., Wolff G.B. (2014), op. cit.

³³ Il Fondo Sociale Europeo (FSE) è uno strumento finanziario con cui l'UE sostiene l'occupazione e promuove la coesione economica e sociale; le sue risorse per il periodo 2014-2020 sono state di 84,4 milioni di euro e fra i suoi obiettivi ci sono istruzione, competenze e apprendimento permanente. Il Programma CEF è lo strumento finanziario posto in essere dalla Commissione europea per garantire sostegno a tre settori che svolgono un ruolo significativo nell'economia: trasporti, energia, telecomunicazioni; per il periodo 2014-20, con una dotazione di circa 23 miliardi, il CEF-trasporti sostiene investimenti nella costruzione o miglioramento di infrastrutture di trasporto, con particolare riferimento a progetti transfrontalieri.

a. Piano Juncker

L'obiettivo del Piano Juncker è finanziare progetti che, per il loro alto livello di rischio, non riescono a trovare investitori sul mercato.

La strategia per raggiungerlo prevede l'utilizzo di fondi del bilancio UE e il coinvolgimento della Banca Europea degli Investimenti (BEI). La prima edizione del piano, approvata a giugno del 2015, puntava a mobilitare investimenti complessivi per 315 miliardi di euro in tre anni grazie a una garanzia di 21 miliardi. Di questi, 16 provengono da una riorganizzazione del bilancio UE 2015-2020 (in particolare, da fondi precedentemente destinati a *Horizon 2020* e al cosiddetto Meccanismo per collegare l'Europa) e 5 sono forniti direttamente dalla BEI. Alla fine del 2017 il piano è stato esteso portando la garanzia a 33,5 miliardi con l'obiettivo di mobilitarne 500 entro il 2020 (Grafico 2.6)³⁴.



L'ambizione del piano è quella di creare un effetto "leva": ogni euro di garanzia pubblica, anche grazie alle risorse messe a disposizione dalla BEI, dovrebbe attrarre quindici euro di investimenti privati. Per attivare questo notevole effetto "moltiplicatore", il piano si avvale di due strumenti principali: il FEIS, che consente alla BEI di agire più rapidamente e finanziare progetti più rischiosi rispetto a quelli che finanzia abitualmente, e il Polo Europeo di Consulenza sugli Investimenti (PECI), che fornisce consulenza a investitori, promotori e autorità pubbliche nell'individuazione, sviluppo e preparazione dei progetti stessi.

Il Piano Juncker ha il merito di porre l'attenzione su un problema molto importante per l'Europa: la capacità di attivare investimenti aggiuntivi in periodi in cui la domanda aggregata è debole. Ma quali sono stati i suoi risultati? Complessivamente, la Commissione europea ha valutato positivamente il funzionamento del Piano. Secondo le stime di una valutazione indipendente prevista dalla stessa Commissione³⁵, durante il suo primo anno di vita il FEIS è riuscito a mobilitare capitali privati con un effetto "moltiplicatore" di 14,1, solo di poco inferiore rispetto a quello previsto. Secondo la BEI, il ruolo delle Istituzioni e delle Banche di Promozione

³⁴ Si veda Commissione europea, *Extension of the European Fund for Strategic Investments*, settembre 2017.

³⁵ Ernst & Young, *Ad-hoc audit of the application of the Regulation 2015/1017 (the EFSI Regulation)*, novembre 2016.

Nazionali (come l'italiana Cassa Depositi e Prestiti) è stato crescente: dal 2015 al 2016 i progetti cofinanziati sono passati da 14 a 93 e rappresentano complessivamente circa un terzo dei progetti FEIS³⁶. Utilizzando i dati di aprile 2018, due mesi prima della scadenza triennale del Piano, la Commissione stima che la BEI ha approvato 56,3 miliardi di fondi FEIS e che questi sono stati in grado di attivare 283,7 miliardi di investimenti complessivi. Il 90 per cento dell'obiettivo iniziale³⁷.

È più difficile stabilire se i progetti finanziati siano stati davvero addizionali rispetto a quelli che sarebbero stati realizzati comunque, anche senza le garanzie del Piano. Secondo l'analisi dell'istituto di ricerca indipendente Bruegel, i primi progetti FEIS destinati a infrastrutture e innovazione non sembrano avere caratteristiche radicalmente differenti rispetto a quelli che la BEI finanzia abitualmente: su 55 progetti per cui è stato possibile recuperare una breve descrizione, solo 1 è radicalmente diverso da altri progetti BEI, mentre 43 hanno caratteristiche molto simili ad almeno un progetto già finanziato³⁸. Anche se diversità e addizionalità sono concetti differenti, lo studio suggerisce che la BEI potrebbe utilizzare il FEIS in modo più ambizioso.

Parte del problema sembra proprio quello di aver previsto un "moltiplicatore" molto elevato. Se il FEIS è vincolato per ogni euro speso ad attivare 15 euro di investimenti privati, la BEI ha un forte incentivo a selezionare in prevalenza progetti a basso rischio. Ad esempio, è paradossale che, per essere in linea con il "moltiplicatore", nei 55 progetti FEIS su menzionati, il peso della BEI (28 per cento) è inferiore rispetto a quello che la stessa istituzione ha nei progetti giudicati da Bruegel come simili (48 per cento).

Più in generale, come riscontrato dalla stessa Commissione quando ha chiesto l'estensione del Piano, è importante che le risorse del FEIS si concentrino solo su progetti molto innovativi e rischiosi che il mercato non finanzia a causa della miopia degli investitori privati (*short-termism*), delle esternalità positive degli investimenti infrastrutturali (delle quali i privati non riescono a tener conto) e di altri fallimenti del mercato. Al contrario, la BEI dovrebbe ridurre la sua partecipazione in progetti (non FEIS) a basso rischio, per evitare di spiazzare gli investitori privati.

b. Horizon 2020

I Programmi quadro per la ricerca e lo sviluppo tecnologico, più brevemente "Programmi quadro", sono lo strumento principale attraverso il quale l'Unione europea sostiene e promuove la ricerca e l'innovazione. Dall'entrata in vigore del Trattato di Amsterdam nel 1999, gestire i Programmi quadro è uno degli obblighi della Commissione, che ogni sette anni ne definisce caratteristiche e contenuti. Il finanziamento di ricerca e innovazione a livello europeo consente di raggiungere maggiori economie di scala ed evitare problemi di coordinamento tra gli Stati membri.

³⁶ Banca Europea degli Investimenti (2016), From the European Investment Bank to the European Parliament and the Council on 2016 EIB Group Financing and Investment Operations under EFSI, *FEIS Report*.

³⁷ Si veda Commissione europea, *InvestEU*, aprile 2018.

³⁸ Si veda Claeys G., Leandro A., *Assessing the Juncker Plan after one year*, *Bruegel blog post*, maggio 2017.

Horizon 2020 è il nome dell'ottavo Programma quadro, ha una durata di 7 anni (2014-2020) e un budget di 78,6 miliardi di euro³⁹. Nonostante ci sia stato un incremento di quasi il 30 per cento a prezzi costanti rispetto al programma precedente (Grafico 2.7), il finanziamento pubblico per ricerca e sviluppo nel complesso dei paesi UE continua ad essere inferiore rispetto a quello degli Stati Uniti (0,6 per cento del PIL contro 0,7 per cento nel 2015).

Rispetto ai Programmi quadro passati, *Horizon 2020* presenta diverse caratteristiche innovative. In primo luogo, gli interventi sono chiaramente distinti in tre pilastri principali, ognuno dei quali persegue obiettivi diversi: l'eccellenza nella scienza (31,7 per cento del bilancio), la leadership industriale (22,1 per cento) e le sfide sociali (38,5 per cento).

Nel caso della ricerca, il finanziamento pubblico è giustificato dal fatto che la conoscenza ha, almeno in parte, le caratteristiche di bene pubblico (non esclusivo e non rivale nel consumo). Di conseguenza il primo pilastro eroga finanziamenti attraverso bandi e procedure competitive dove il successo non dipende, come spesso succedeva nei precedenti Programmi quadro, dalla nazionalità dei proponenti, ma solo dalla qualità della loro proposta.

Il secondo pilastro finanzia progetti che potenziano la *leadership* delle imprese nelle tecnologie avanzate e in quelle industriali e facilita l'accesso alla finanza di rischio da parte di imprese innovative. Si tratta, quindi, di uno strumento di economia industriale che trova la sua principale giustificazione nelle imperfezioni dei mercati del credito.

Il terzo pilastro, infine, finanzia le innovazioni che consentono di affrontare le grandi sfide sociali (es. salute, sicurezza alimentare, sostenibilità ambientale). Sfide per le quali il punto di partenza sono quindi i bisogni della società e non le conoscenze necessarie a soddisfarli.

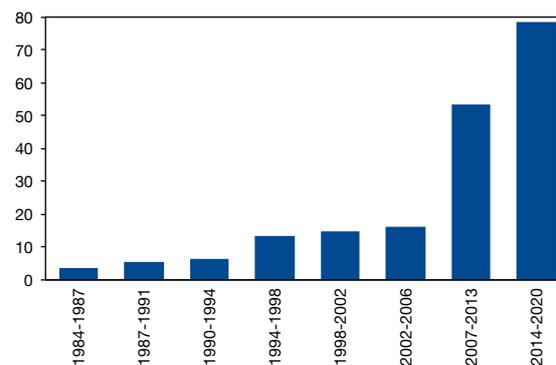
Nel prossimo Programma quadro, per ridurre la distanza fra la generalità delle sfide sociali e gli obiettivi dei singoli progetti finanziati, può essere utile adottare un approccio politico orientato alle missioni. Un approccio cioè che utilizza le conoscenze scientifiche disponibili per raggiungere obiettivi specifici come, per esempio, ridurre le emissioni di gas serra o ridurre le conseguenze negative della demenza senile. In questo contesto, le missioni sono uno strumento per orientare la direzione della crescita economica e dell'innovazione tecnologica verso obiettivi desiderabili⁴⁰.

³⁹ Inclusi 1,6 miliardi di Euratom.

⁴⁰ Si veda Mazzucato M., *Mission-Oriented Research & Innovation in the European Union. A Problem-Solving Approach to Fuel Innovation-Led Growth*, Directorate-General for Research and Innovation (European Commission), febbraio 2018.

Grafico 2.7

Aumenta il finanziamento per Ricerca e Innovazione (Programmi quadro, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

2.3.3 Come fare il nuovo Piano di investimenti?

Gli strumenti esistenti oggi a livello sovranazionale sembrano insufficienti per il Piano europeo di investimenti di cui l'Eurozona avrebbe bisogno. Occorre pensare a un meccanismo sovranazionale che, in un'ottica di lungo periodo, riesca a realizzare nei singoli paesi membri i progetti ambiziosi e innovativi che hanno difficoltà a reperire risorse finanziarie sul mercato. Il Piano europeo deve concentrarsi su investimenti in infrastrutture, ricerca e sviluppo, formazione.

Reti energetiche, di trasporto e di telecomunicazioni europee e progetti infrastrutturali con effetti di rete su scala europea sono cruciali per aumentare l'integrazione e il potenziale di crescita dell'Area, migliorando anche il funzionamento del mercato unico.

Si tratta di progetti la cui realizzazione va fatta a livello europeo per ragioni di efficienza: trattandosi di "beni pubblici europei", nessun paese membro ha incentivo a finanziarli da solo visto che finirebbero per avvantaggiare anche gli altri (*free riding*); la loro gestione centralizzata consentirebbe, inoltre, di realizzare economie di scala. Ciò è soprattutto vero per la ricerca e sviluppo, che è un *driver* fondamentale della crescita. A quest'ultima voce di spesa, al momento, i singoli paesi membri destinano spazi di bilancio residuali.

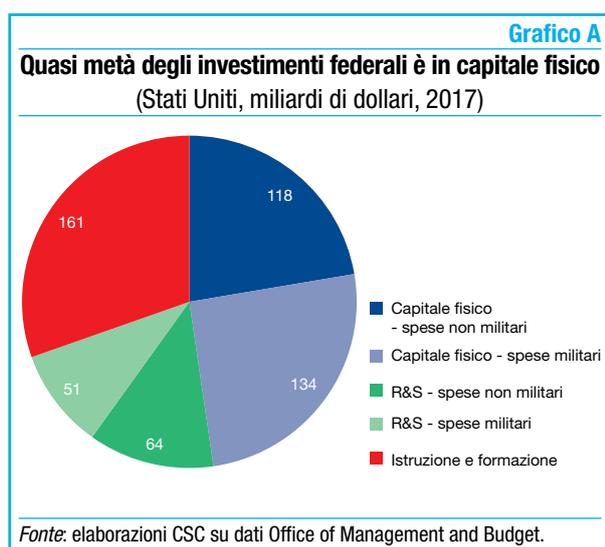
È cruciale disegnare correttamente il Piano di investimenti, in particolare riguardo a cosa si deve fare a livello sovranazionale e se deve esserci un ruolo svolto a livello nazionale. Su questo la recente esperienza post-crisi negli USA fornisce utili indicazioni (si veda il BOX n. 6).

BOX n. 6 - Gli investimenti federali USA e l'*American Recovery and Reinvestment Act* del 2009

Gli investimenti del Governo federale USA nel 2017 sono stati pari a 528 miliardi di dollari, cioè il 2,8 per cento del PIL. Questa cifra corrisponde al 13,3 per cento delle spese federali totali. La parte restante riguarda, soprattutto, gli stipendi degli occupati federali, i consumi intermedi e le misure di sostegno alle famiglie, come l'assistenza sanitaria, la protezione sociale e i sussidi al reddito.

La spesa federale è divisa in tre grandi capitoli: capitale fisico (quasi la metà degli investimenti complessivi nel 2017), ricerca e sviluppo (R&S; circa il 20 per cento, una percentuale in calo negli ultimi anni) e istruzione e formazione (il restante 30 per cento; Grafico A).

Le spese militari costituiscono circa la metà degli investimenti in capitale fisico e in R&S, nel complesso. Riguardano, in particolare, navi, aerei e ricerca applicata per lo sviluppo di tecnologia bellica. Gli investimenti civili finan-



ziano, tra l'altro: opere infrastrutturali, soprattutto nel settore dei trasporti e anche in quelli dell'edilizia, dell'energia e dell'acqua; prodotti tecnologici come computer e software; ricerca di base e applicata, sia in laboratori e università pubblici sia nel settore privato (nella sanità e nella ricerca fisica e chimica).

Quali sono gli obiettivi del decisore pubblico?

Le spese militari rispondono a esigenze di sicurezza nazionale e, quindi, seguono l'andamento dei conflitti militari degli USA: in percentuale del PIL, erano massime negli anni 60 durante la guerra in Vietnam, hanno raggiunto un altro picco a metà anni 80, nella fase finale della guerra fredda, e sono nuovamente risalite dopo l'attacco alle Torri gemelle nel 2001. Dopo il 2010, invece, sono costantemente diminuite, anche per contenere il deficit pubblico.

Gli investimenti civili, invece, hanno l'obiettivo di aumentare la dotazione infrastrutturale, il capitale umano e, quindi, la produttività del sistema paese, nel medio e lungo periodo. Perciò nella definizione di investimento pubblico, adottata dal *Congressional Budget Office* (CBO), rientrano anche l'istruzione e la formazione¹. Inoltre, poiché gli investimenti federali sono discrezionali, cioè determinati annualmente dal governo americano, rientrano a pieno titolo anche tra gli strumenti a disposizione per la politica fiscale anti-ciclica, nel breve periodo.

Un caso particolarmente rilevante è costituito dall'*American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), elaborato dal presidente Obama all'inizio del suo mandato, a febbraio 2009: un imponente pacchetto di stimoli fiscali per alleviare gli effetti della Grande Recessione e, allo stesso tempo, aumentare il potenziale di crescita dell'economia USA. Secondo stime del CBO, le risorse utilizzate, tra il 2009 e il 2015, sono state più di 630 miliardi di dollari, con la maggior parte concentrata nel biennio 2009-2010 (350 miliardi). Più della metà dei fondi è andata a misure di sostegno alle famiglie: assistenza sanitaria (come il programma Medicaid), sicurezza sociale, sussidi di disoccupazione e benefici fiscali. Una fetta rilevante, comunque, pari a quasi 270 miliardi di dollari, è costituita da investimenti federali, soprattutto nel campo dell'istruzione, dei trasporti e dell'energia. Peraltro, il peso degli investimenti, che richiedono progetti prolungati nel tempo, è aumentato da circa un terzo delle spese nel biennio 2009-2010 alla metà nel quinquennio successivo.

Come vengono gestite le uscite in investimenti federali?

Le spese militari e quelle civili in R&S sono effettuate direttamente dal governo federale. Le prime attraverso il dipartimento della Difesa e le seconde da vari istituti nazionali (*National Institute of Health, National Aeronautics and Space Administration, National Science Foundation, Department of Energy*). Queste spese non sono state influenzate, se non in minima parte, dal programma ARRA.

¹ A differenza della definizione di Contabilità Nazionale, che esclude le spese di istruzione e formazione dagli investimenti, mentre include dal 2013 quelle in R&S.

Quest'ultimo si è concentrato, invece, sugli investimenti civili in capitale fisico, in istruzione e formazione. Queste spese sono gestite, in parte, direttamente dall'amministrazione federale e, in parte, finanziano, attraverso trasferimenti in conto capitale, gli investimenti dei governi statali e locali. Questi trasferimenti ammontano, nel 2017, a 79 miliardi su 118 nel capitale fisico e a 58 miliardi su 161 nell'*education* (Grafico B).

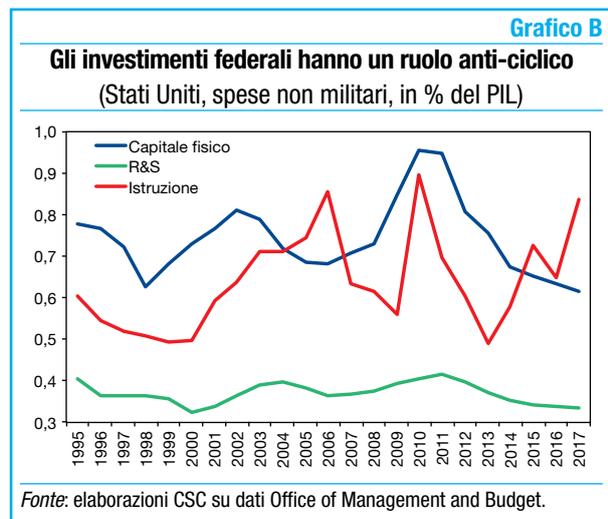
In particolare, per quanto riguarda il capitale fisico, mentre buona parte della spesa in energia è gestita direttamente (per esempio nei rimborsi per l'installazione di pannelli solari), quasi tutta quella in trasporti (autostrade, trasporto pubblico e aeroporti) va a finanziare progetti statali e locali. Le sovvenzioni federali richiedono, tipicamente, la compartecipazione, per una quota determinata, da parte degli stati. Il vantaggio è che le amministrazioni locali conoscono meglio le esigenze, specie infrastrutturali, dei territori. Il rischio, invece, è che gli interessi dei gruppi locali non coincidano con quelli nazionali.

Anche nell'istruzione, la spesa per le scuole dell'infanzia, primarie e secondarie avviene quasi interamente attraverso le amministrazioni statali e locali; soprattutto allo scopo di tutelare gli studenti svantaggiati e quelli diversamente abili. Per quanto riguarda l'istruzione universitaria, invece, l'intervento federale consiste soprattutto in borse di studio riservate a certe categorie di studenti, specie con i cosiddetti *Pell grants*.

Quali sono stati i risultati dell'ARRA?

Lo scopo degli investimenti federali all'interno del programma ARRA era quello di attivare progetti che altrimenti non sarebbero stati attivati dalle amministrazioni statali e locali (infrastrutture, scuole, ecc.). Il rischio, però, è che a un aumento della spesa federale possa associarsi una diminuzione di quella locale, cosicché gli investimenti complessivi rimangano poco variati². In effetti, questo è ciò che è accaduto negli anni 2009-2012, in cui si sono concentrati i maggiori finanziamenti federali. D'altra parte, proprio questo era lo scopo dell'intervento federale: evitare una brusca caduta degli investimenti statali e locali, cruciali per il buon funzionamento delle infrastrutture e della scuola.

Insomma, cosa sarebbe accaduto in assenza dei contributi federali? La risposta è molto incerta. Per quanto riguarda le infrastrutture stradali, in particolare, secondo alcune stime la



² Il ragionamento si applica anche agli investimenti privati (studi universitari, pannelli solari, ecc.). In questi casi, però, l'effetto spiazzamento, in periodi di recessione, è verosimilmente basso.

spesa statale e locale sarebbe stata la stessa, o addirittura inferiore, e quindi i trasferimenti federali sono stati pienamente efficaci; secondo altre, invece, sarebbe stata maggiore per un ammontare pari ai trasferimenti federali³. In altre parole, l'intervento dell'amministrazione centrale potrebbe essere stato pienamente efficace (nel primo caso) ovvero del tutto ininfluente (nel secondo).

Il CBO assume che due terzi dei maggiori investimenti federali si traduca in maggiori investimenti complessivi, pur considerando diversi scenari alternativi. In base a queste ipotesi, il programma ARRA nel suo complesso (comprese le spese non di investimento) ha determinato una maggiore crescita cumulata di circa 5 punti percentuali di PIL nel 2009-2012, con un'alta variabilità nella stima (tra 2 e 8 punti).

Infine, occorre considerare l'impatto positivo degli investimenti sull'efficienza e sulla produttività del sistema economico nel lungo periodo. Anche in questo caso, la stima degli effetti è incerta. Il CBO assume che il rendimento degli investimenti pubblici sia inferiore (del 25 per cento) di quelli privati, sia perché i requisiti imposti possono aumentare il costo dei progetti, sia perché il settore pubblico si pone obiettivi più ampi, tra cui: la difesa dell'ambiente, il miglioramento della qualità della vita, la riduzione delle disuguaglianze, la maggiore efficienza della macchina burocratica. In questo senso, l'investimento pubblico aumenta il benessere, non solo economico, dei cittadini.

³ Leduc S. e Wilson D. (2017), Are State Governments Roadblocks to Federal Stimulus? Evidence from Highway Grants in the 2009 Recovery Act, *American Economic Journal* n. 9 (2); Dupor W. (2017), So, Why Didn't the 2009 Recovery Act Improve the Nation's Highways and Bridges?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, n. 99 (2).

2.3.4 Un Piano europeo di investimenti o più investimenti nazionali?

Un Piano di investimenti in ricerca, formazione, infrastrutture può essere progettato, finanziato e realizzato in modo centralizzato a livello europeo, quindi gestito dalle istituzioni europee, ovvero può essere finanziato e realizzato a livello nazionale.

Nel primo caso è nell'ambito delle istituzioni europee che si decide l'ammontare delle risorse da destinare al Piano, come reperirle, a quali progetti destinarli e come e in quanto tempo portarli a compimento.

Nel secondo caso, le istituzioni europee possono anche lanciare l'iniziativa e monitorarne gli sviluppi, ma spetta ai singoli paesi prendere le altre decisioni e gestire gli interventi che saranno solo di interesse nazionale.

Due buone ragioni suggeriscono di finanziare e realizzare il Piano di investimenti a livello europeo. La prima riguarda la tipologia di investimenti da realizzare, che sono beni pubblici europei, la cui produzione si attesterebbe a un livello sub-ottimale se lasciata alle decisioni dei singoli paesi. Una seconda ragione risiede nel modo in cui i vincoli di bilancio del PSC plasmano i bilanci nazionali.

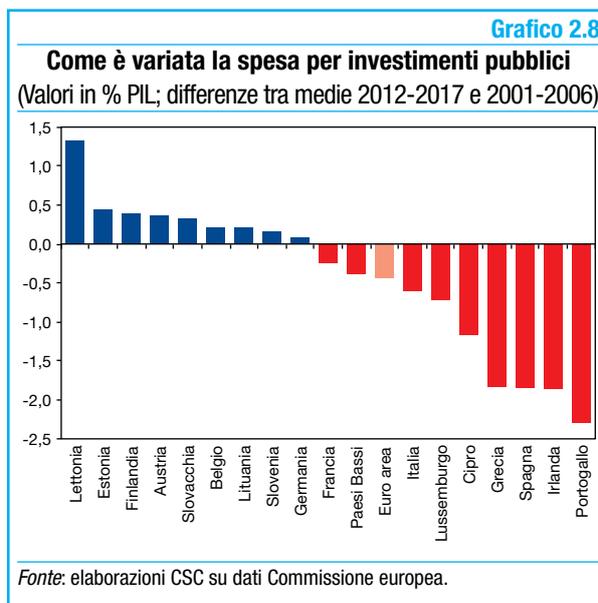
La spesa per investimenti, infatti, è tipicamente residuale rispetto ad altre voci di uscita “obbligatorie”, e viene spesso compressa per correggere i risultati di bilancio, nelle fasi in cui si adottano politiche restrittive. Ad esempio, con la crisi il rientro dagli elevati deficit e debiti ha comportato una riduzione della spesa pubblica per investimenti. Il rispetto dei vincoli di bilancio europei rende obiettivamente difficile per i singoli paesi programmare un Piano di investimenti.

Peraltro, poiché le recessioni colpiscono i paesi con intensità diverse, solo alcuni possono avere a disposizione risorse sufficienti per portare avanti un programma

di investimenti pluriennale. Tale situazione ricorre non solo durante le recessioni, ma tutte le volte in cui solo alcuni paesi presentano squilibri di bilancio. Il risultato finale è una divergenza della dotazione infrastrutturale tra i paesi membri più indebitati e quelli meno, con conseguente allocazione non ottimale delle risorse (Grafico 2.8).

Nonostante sia preferibile il finanziamento e la realizzazione del Piano di investimenti a livello europeo, in attesa che si realizzi il meccanismo di finanziamento indicato nel paragrafo precedente, è possibile ricorrere ad alcune soluzioni per favorire la spesa nazionale per investimenti, dirette a “proteggere” la spesa per investimenti dal resto della spesa pubblica. Queste hanno quanto meno il pregio di consentire a tutti i paesi membri o quasi (non solo a quelli che hanno spazi di bilancio adeguati) di accrescere tale componente di spesa.

Quella più invocata è la *golden rule*, cioè l’esclusione del totale della spesa per investimenti dai vincoli del PSC. Ha il vantaggio di incentivare i governi nazionali ad accrescere tale voce di spesa, non essendo sottoposta a vincoli. D’altra parte, è sempre molto complesso, da un punto di vista contabile, distinguere la spesa per investimenti da quella corrente e ciò favorirebbe l’aggiramento dei vincoli di bilancio. Inoltre, ai fini dell’efficacia della *golden rule*, è cruciale il tasso di rendimento degli investimenti che indica la capacità di un’opera di generare un flusso di cassa futuro sufficiente a rimborsare le risorse impiegate per la sua realizzazione. Investire oggi in progetti con tasso di rendimento basso o nullo comporterà un peggioramento delle condizioni economiche delle generazioni future chiamate a rimborsare il debito. In questo senso, applicare la *golden rule* richiede un’attenta selezione dei progetti, la cui spesa sia meritevole di essere esclusa dai vincoli di bilancio⁴¹.



⁴¹ Per l’investimento pubblico, comunque, conta non solo il rendimento economico, ma anche quello sociale.

Per superare questi problemi si potrebbero programmare anticipatamente gli investimenti la cui spesa ciascun paese intende escludere dai vincoli del PSC. Una volta approvati a livello europeo, si tratterebbe di certificare annualmente la spesa erogata ed escluderla dai saldi ai fini del rispetto del Patto.

Un'altra opzione è escludere tutte le spese che si riferiscono a progetti in conto capitale cofinanziati dai fondi europei. Tale soluzione ha il vantaggio di non richiedere un'istruttoria preliminare e di favorire l'utilizzo delle risorse europee⁴².

Infine, si può immaginare il potenziamento della clausola per gli investimenti introdotta dal 2015 nel PSC. Occorrerebbe però prevederla per più anni (almeno 3) e concederla a tutti i paesi il cui deficit pubblico non sfiorerebbe, includendo tale spesa, il 3 per cento del PIL⁴³. Nel solo 2019 sarebbe possibile espandere gli investimenti pubblici nazionali di circa 57 miliardi nell'ambito dell'Unione europea e di circa 48 miliardi nell'Eurozona (Tabella 2.4).

Tabella 2.4

Investimenti realizzabili nel 2019 con una clausola per gli investimenti potenziata			
	Deficit previsto (2019)	Deficit previsto con clausola potenziata	Ammontare aggiuntivo di investimenti realizzabili (mld euro)
Germania	1,4	0,9	17,6
Italia	-1,7	-2,2	9,1
Spagna	-1,9	-2,4	6,3
Paesi Bassi	0,9	0,4	4,0
Polonia	-1,4	-1,9	2,7
Svezia	0,9	0,4	2,4
Belgio	-1,3	-1,8	2,3
Austria	-0,2	-0,7	2,0
Irlanda	-0,2	-0,7	1,7
Danimarca	0,0	-0,5	1,5
Finlandia	-0,2	-0,7	1,2
Repubblica Ceca	0,8	0,3	1,1
Portogallo	-0,6	-1,1	1,0
Grecia	0,2	-0,3	0,9
Ungheria	-2,1	-2,6	0,7
Slovacchia	-0,3	-0,8	0,5
Lussemburgo	0,7	0,2	0,3
Bulgaria	0,6	0,1	0,3
Croazia	0,8	0,3	0,3
Slovenia	0,4	-0,1	0,2
Lituania	0,3	-0,2	0,2
Lettonia	-1,2	-1,7	0,2
Estonia	0,3	-0,2	0,1
Cipro	2,2	1,7	0,1
Malta	1,3	0,8	0,1
Francia	-2,8	-2,8	0,0
Romania	-3,8	-3,8	0,0
Eurozona	-0,6	-1,0	47,9
UE-27	-0,6	-1,0	57,0

Paesi ordinati in senso crescente per l'ammontare di investimenti realizzabili.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

⁴² Nell'attuale ciclo di programmazione (2014-2020) il cofinanziamento nazionale per tali fondi vale circa 30 miliardi di euro (4,5 miliardi l'anno in media). Secondo la banca dati dei Conti Pubblici Territoriali, si tratta di un valore che equivale al 13 per cento della spesa in conto capitale dell'Italia al netto delle partite finanziarie. Per rendere strutturale questa misura anche dopo il 2020, si può fissare un livello medio di cofinanziamento scorponabile (indicativamente il 50 per cento, o più basso, per non penalizzare i paesi con minori disponibilità di finanza pubblica).

2.4 Salvataggi degli Stati membri

- Rafforzare il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), trasformandolo in un Fondo Monetario Europeo (FME).
- Integrare il FME nei Trattati europei, con meccanismi decisionali più rapidi rispetto al MES e una maggiore accountability.
- Attribuire al FME due funzioni principali: salvataggi degli Stati membri (come già il MES) e, in più, backstop per le risoluzioni bancarie.

2.4.1 MES: cos'è e quali compiti svolge oggi

L'Eurozona dispone già, da alcuni anni, di un meccanismo che consente di sostenere i paesi aderenti alla moneta unica, qualora questi abbiano difficoltà ad accedere ai mercati, perché non trovano finanziamenti o ne trovano solo a costi tali da mettere a rischio la sostenibilità delle finanze pubbliche nazionali. Garantire il salvataggio dei paesi in difficoltà, infatti, è necessario nell'Unione monetaria europea perché l'eventuale default, visto il grado di interdipendenza delle economie dei paesi membri, finirebbe per avere conseguenze negative dirompenti sull'economia dell'intera Area. Dunque, delle tre funzioni che sono cruciali per l'Eurozona, una è già presente, anche se può essere migliorata.

Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) oggi è lo strumento incaricato dei salvataggi degli Stati dell'Eurozona. È stato creato nell'ottobre 2012, subentrando (anche nelle strutture) al precedente *European Financial Stability Facility* (EFSF), varato nel giugno 2010, sulla scia della crisi dei debiti sovrani.

Il MES è un istituto intergovernativo permanente, nato fuori dalle istituzioni europee con un accordo tra paesi, a cui contribuiscono gli Stati membri con quote molto simili alle *capital key* nella BCE (per l'Italia è di 0,3 punti superiore). Il capitale versato è complessivamente pari a 80 miliardi di euro. La capacità massima di prestito ai paesi membri è di 700 miliardi, pari all'impegno di capitale sottoscritto, ma non interamente versato (Tabella 2.5). La leva realizzabile sui mercati è dunque elevata.

Il MES è incaricato di prestare fondi ai paesi membri con difficoltà di accesso ai mercati⁴⁴. Fino ad ora, i programmi di assistenza (inclusi quelli dell'EFSF) sono stati pari a 254 miliardi di euro,

Oltre a consentire maggiori investimenti, questa strategia consente anche una maggiore compartecipazione degli Stati membri alla spesa per le politiche di coesione.

⁴³ L'attuale clausola per investimenti prevede che sia possibile, per un anno, escludere dal deficit, ai fini del rispetto del Patto di Stabilità e Crescita, la spesa nazionale per i progetti di investimento cofinanziati dall'Unione europea, fino a un massimo dello 0,5 per cento del PIL, a certe condizioni: il paese non deve essere sotto procedura per deficit eccessivo; la crescita del PIL deve essere negativa o l'*output gap* più negativo dell'1,5 per cento del PIL; la maggiore spesa deve comportare un deficit inferiore al 3 per cento del PIL, lasciando un margine di sicurezza; la spesa cofinanziata non deve sostituire la spesa ordinaria per investimenti; entro quattro anni la deviazione rispetto all'obiettivo di bilancio deve essere compensata.

⁴⁴ In teoria, il MES potrebbe anche acquistare bond emessi dai paesi in difficoltà, sul mercato primario o secondario. Questo strumento, tuttavia, non è mai stato utilizzato.

per il salvataggio di 5 paesi. I prestiti non costano nulla ai contribuenti, perché il MES raccoglie le risorse necessarie vendendo bond agli investitori internazionali. Il MES fornisce prestiti solo sotto condizioni stringenti, negoziate con il paese interessato, che vengono sottoscritte dalla Commissione europea – di concerto con la BCE e, laddove possibile, il FMI. I paesi devono accettare rigorosi programmi di riforma, volti a rimuovere le cause che li hanno portati ad avere difficoltà di finanziamento. La Commissione, insieme a BCE e FMI, ha anche il compito di monitorare il rispetto delle condizioni cui è subordinata l'assistenza finanziaria.

Il MES dispone anche di uno strumento di sostegno al sistema bancario: i prestiti per la ricapitalizzazione "indiretta" di istituti in crisi, cioè attraverso il governo del paese interessato. Questo strumento è stato attivato solo una volta finora, con un prestito alla Spagna nel dicembre 2012, pari a 41 miliardi di euro. In teoria, il MES potrebbe attivare anche uno strumento per la ricapitalizzazione "diretta" delle banche di uno Stato membro, mai utilizzato nei primi 5 anni dalla sua creazione.

Il MES, inoltre, gestisce il proprio capitale di 80 miliardi, versato a garanzia della sua attività. Il capitale non può essere usato per fare prestiti. Viene investito prudentemente, acquistando solo gli strumenti finanziari più sicuri. Grazie a questa solida garanzia, il MES ha un elevato *rating* creditizio (AAA/AA1 secondo due delle tre principali agenzie internazionali) e può raccogliere risorse a tassi favorevoli. I bassi costi della raccolta del MES vengono trasferiti ai paesi aiutati, tramite prestiti agevolati, consentendo loro significativi risparmi nella spesa per interessi.

Queste funzioni vengono svolte dal MES con uno staff contenuto e altamente specializzato. Il costo annuo per personale e altre spese amministrative ammonta a 53 milioni di euro. Una cifra modesta rispetto alla dimensione del bilancio. Peraltro, il MES è risultato in utile per 569 milioni nel 2016, grazie agli introiti su operazioni finanziarie e agli interessi incassati, che hanno coperto ampiamente la spesa per interessi sui bond emessi (526 milioni; Tabella 2.6).

Tabella 2.5

Quanto è grande il MES?			
	Quota nel MES (%)	Capitale paid-in (mld euro)	Capitale sottoscritto (mld euro)
Germania	27,0	21,7	190,0
Francia	20,2	16,3	142,7
Italia	17,8	14,3	125,4
Spagna	11,8	9,5	83,3
Paesi Bassi	5,7	4,6	40,0
Belgio	3,5	2,8	24,3
Grecia	2,8	2,3	19,7
Austria	2,8	2,2	19,5
Portogallo	2,5	2,0	17,6
Finlandia	1,8	1,4	12,6
Irlanda	1,6	1,3	11,1
Slovacchia	0,8	0,7	5,8
Slovenia	0,4	0,3	3,0
Lituania	0,4	0,3	2,9
Lettonia	0,3	0,2	1,9
Lussemburgo	0,2	0,2	1,8
Cipro	0,2	0,2	1,4
Estonia	0,2	0,1	1,3
Malta	0,1	0,1	0,5
Eurozona	100,0	80,5	704,8

MES: Meccanismo Europeo di Stabilità.
Fonte: elaborazioni CSC su dati MES.

2.4.2 Perché trasformare il MES in un Fondo Monetario Europeo?

A livello di istituzioni europee c'è da anni un ampio consenso sulla trasformazione del MES in un Fondo Monetario Europeo (FME). È uno dei pezzi del *puzzle* già condiviso fin dal *Five Presidents' Report* del 2015. Tale consenso si basa sull'individuazione di una serie di benefici addizionali che si potrebbero ottenere disegnando attentamente il FME rispetto al MES. Nella proposta della Commissione (dicembre 2017) si tratta di una maggiore efficienza e rapidità delle decisioni e un'accresciuta *accountability* democratica verso i parlamenti nazionali ed europeo, rispetto a quanto avviene oggi per il MES⁴⁵.

Attualmente, il MES prende le sue decisioni attraverso un *Board of Governors*, che è composto dai ministri dell'economia dei paesi euro ed elegge un presidente (può essere il presidente dell'Eurogruppo, come è oggi). Decide all'unanimità su richieste di capitale, modifiche del capitale versato, concessione dei sostegni e condizioni relative e sulle questioni da delegare al *Board of Directors*. Quest'ultima è la struttura tecnica che svolge compiti più operativi, sotto la direzione di un *Managing Director*, eletto dal *Board of Governors* e rappresentante legale del MES.

Per tutte le decisioni del MES è necessaria la presenza di un quorum di due terzi dei membri aventi diritto di voto, che rappresentino almeno i due terzi di tali diritti. Il numero dei diritti di voto di ciascun paese, esercitati dalla persona designata in seno al *Board of Governors* e al *Board of Directors*, è pari al numero di quote assegnate a tale paese sul totale del capitale versato.

La struttura decisionale del MES, quindi, è strettamente intergovernativa e trova la sua sintesi nell'accordo tra i rappresentanti dei governi dei vari paesi. Per tale ragione, l'assetto attuale è caratterizzato da un'elevata politicizzazione delle decisioni, prese da rappresentanti politici, e da una bassa *accountability*, visto che il MES risponde a singoli rappresentanti dei governi ma non a istituzioni europee, né ai Parlamenti nazionali.

⁴⁵ Commissione europea, *Proposal for a Council Regulation on the Establishment of the European Monetary Fund*, dicembre 2017. Va detto che la Commissione immagina un FME costituito a livello di UE e non di Eurozona, citando tra i vantaggi anche quello di una maggiore unità con i paesi che, per ora, sono fuori dell'Area euro.

Tabella 2.6

MES: conti in ordine	
(Conto economico, 2016, milioni di euro)	
Interessi incassati ed entrate simili	842
(a) su prestiti a banche	0
(b) su prestiti agli Stati membri dell'Eurozona	684
(c) su titoli di debito	77
(d) su titoli di debito emessi	76
(e) altro	4
Interessi pagati e uscite simili	-533
(a) su titoli di debito emessi	-526
(b) su titoli di debito	-4
(c) altro	-3
Commissioni pagate	0
Altri redditi operativi	27
Profitti netti su operazioni finanziarie	287
Spese amministrative	-53
(a) costo dello staff	-27
- salari e stipendi	-20
- previdenza sociale	-7
(b) altre spese amministrative	-26
Aggiustamenti di valore su asset	-1
Utile	569

MES: Meccanismo Europeo di Stabilità.
Fonte: elaborazioni CSC su dati MES.

Inoltre, con i meccanismi attuali il MES potrebbe impiegare troppo tempo per prendere una decisione di intervento a sostegno di un paese membro. Questo è un elemento di debolezza, perché in alcuni episodi di crisi, come ad esempio in quella verificatasi a Cipro dove si rischiava una pesante corsa agli sportelli, la tempestività dei salvataggi è essenziale (Tabella 2.7).

Tabella 2.7

Tempi lunghi, in alcuni casi, per l'assistenza finanziaria del MES					
	Richiesta del paese di assistenza finanziaria	Approvazione del programma di assistenza finanziaria	Pagamento prima <i>tranche</i> del prestito	Ritorno del paese sul mercato dei bond	Conclusione del programma
Irlanda (EFSF)	novembre 2010	novembre 2010	febbraio 2011	luglio 2012	dicembre 2013
Portogallo (EFSF)	aprile 2011	maggio 2011	giugno 2011	gennaio 2013	maggio 2014
Cipro (MES)	giugno 2012	aprile 2013	maggio 2013	giugno 2014	marzo 2016

Fonte: elaborazioni CSC su dati MES.

Un aspetto cruciale di debolezza del MES attuale è che, da un punto di vista legale, non è parte della UE o dell'Eurozona. Il motivo è che è stato costituito in tempi rapidi (con un trattato inter-governativo) sull'onda della crisi del 2010/2011, perché bisognava erogare assistenza finanziaria ai vari paesi membri in difficoltà e non era possibile attendere le eventuali lungaggini della legislazione europea. Un elemento essenziale della trasformazione da MES a FME è proprio integrare il Fondo nei Trattati e nella legislazione europea.

Tuttavia, il consenso sulla trasformazione del MES in FME non è completo. Alcuni Stati membri dell'Eurozona sono favorevoli a un FME solo a certe condizioni (la Germania vorrebbe che fosse incaricato anche della ristrutturazione quasi-automatica dei debiti pubblici) e altri immaginano un progetto più limitato (la Spagna vuole un rafforzamento del MES ma non un FME; si veda la scheda a pag. 113). Ad alcuni paesi dell'Eurozona potrebbe non convenire il passaggio da MES a FME se i contributi nazionali venissero legati, in qualche modo, all'esposizione al rischio del singolo paese, come immaginato in alcune proposte. Al momento, i contributi per il MES sono calcolati solo in base alla dimensione delle 19 economie.

Esistono voci critiche sul FME anche tra gli economisti e le istituzioni europee⁴⁶. Ad esempio, Charles Wyplosz (maggio 2017), in uno studio condotto per conto del Parlamento UE, teme la crescita del *moral hazard* nella gestione della finanza pubblica degli Stati membri, una volta che aumenti in modo significativo la probabilità che i paesi in difficoltà siano salvati (dal FME)⁴⁷.

⁴⁶ Si veda anche Pennisi G., Cosa penso dell'idea di un Fondo Monetario Europeo, *Formiche.net*, giugno 2017.

⁴⁷ Wyplosz C., *A European Monetary Fund?, In-Depth Analysis, European Parliament*, maggio 2017.

Una questione da chiarire è se i paesi dell'Eurozona, per i quali esisterebbe il FME, uscirebbero dal sistema del FMI o se avrebbero la doppia copertura⁴⁸. Il CEPS, ad esempio, propone che per gli aiuti ai paesi membri dell'Eurozona si faccia a meno dei fondi del FMI e del suo coinvolgimento nel disegno dei programmi di aggiustamento e nel monitoraggio⁴⁹. I 19 paesi dell'Eurozona potrebbero anche unificare le loro quote nel FMI (pari a circa 60 miliardi) per utilizzarle esclusivamente per salvare uno di loro che si trovasse in difficoltà.

2.4.3 Come si potrebbe disegnare il FME?

a. Cosa dovrebbe fare

Per disegnare i compiti del FME, è utile guardare all'esperienza del FMI. Anzitutto, per mantenere la stabilità, il FMI fornisce prestiti ai paesi membri che hanno problemi di bilancia dei pagamenti, effettivi o potenziali; l'erogazione dei prestiti dipende dall'attuazione di programmi di aggiustamento, negoziati tra i paesi aiutati e il FMI. Inoltre, per prevenire le crisi, il FMI monitora le politiche dei paesi membri e gli sviluppi economici e finanziari a livello nazionale e globale, attraverso un sistema noto come "sorveglianza"; il FMI fornisce anche consulenza ai paesi membri e promuove politiche volte a favorire la stabilità economica, ridurre la vulnerabilità alle crisi economiche e finanziarie, migliorare gli standard di vita.

Salvataggi degli Stati

Similmente al FMI, il nuovo FME dovrebbe assumere come sua funzione principale quella di fornire aiuti finanziari agli Stati membri in difficoltà, compito già svolto dal MES negli ultimi 5 anni (Grafico 2.9).

Sorveglianza degli Stati

Invece, "sorvegliare" gli andamenti economici e finanziari negli Stati membri, per evitare che incorrano in una crisi, sarebbe un compito addizionale per il FME, che porrebbe una delicata questione di architettura istituzionale. Il FME dovrebbe prendere in carico una funzione che oggi è attribuita alla Commissione UE. Va detto che tale funzione potrebbe essere agevolata dalla semplificazione dei vincoli di bilancio, conseguente alla creazione della funzione europea di stabilizzazione ciclica. Secondo la proposta della stessa Commissione (dicembre 2017), per il FME è previsto un coin-



⁴⁸ Dai dati aggiornati ad aprile 2018, risulta che 4 paesi membri dell'Eurozona hanno ancora attivi prestiti dal FMI: Grecia (9,0 miliardi di dollari), Portogallo (3,9 miliardi), Irlanda (3,8 miliardi), Cipro (0,6 miliardi).

⁴⁹ Gros D., Mayer T. (2017), A European Monetary Fund. Why and How?, CEPS Working Document, n. 11.

volgimento più diretto nella gestione dei programmi di assistenza finanziaria agli Stati membri, ma la sorveglianza economica e fiscale resterebbe nelle mani di Commissione e Consiglio. D'altronde spostare la sorveglianza da un'istituzione all'altra comporterebbe costi e complicazioni pratiche, data la necessità di assumere nuovo personale qualificato o di trasferirlo dalla Commissione.

Sostegno al sistema bancario

Il FME dovrebbe avere, invece, un ruolo rafforzato rispetto al MES nelle crisi bancarie e per il buon funzionamento dell'Unione bancaria. Anzitutto, dovrebbe mantenere i due strumenti per la ricapitalizzazione delle banche in crisi, già attivi presso il MES. Inoltre, dovrebbe fornire le risorse per fare da *backstop* al Fondo di Risoluzione Comune (SRF), che al momento ha fondi privati limitati a fronte di eventuali crisi sistemiche. A oggi, il MES non svolge questa funzione. La proposta della Commissione (dicembre 2017) va in questa direzione. L'SRF, secondo la maggior parte degli analisti, è troppo piccolo, oltre ad essere ancora in fase di costruzione: viene costituito gradualmente in 8 anni, a partire dal 2016, e raggiungerà l'1 per cento dei depositi bancari protetti negli Stati membri dell'Unione bancaria, pari a circa 55 miliardi a regime.

Il supporto del FME all'Unione bancaria è cruciale per contribuire a spezzare il circolo vizioso tra banche e debiti sovrani nazionali. Finora, l'Unione bancaria ha solo 2 pilastri su 3 (Vigilanza Unica e Meccanismo di Risoluzione, manca del tutto l'EDIS), che sono inoltre incompleti e mal disegnati. Riguardo alla vigilanza BCE, la definizione di *target ratio* di capitale di lungo periodo (SREP) specifici per ogni banca e resi pubblici con modalità individuali, in parallelo con i *ratio* di base uguali per tutte le banche (Basilea 3), alimenta l'incertezza e gioca contro la trasparenza, per quanto le procedure di determinazione siano armonizzate. Riguardo ai salvataggi bancari, le nuove regole UE (*bail-in*) in vigore dal 2016 in sostituzione del tradizionale *bail-out* pubblico, hanno creato nuovi rischi e possono rivelarsi controproducenti in caso di crisi sistemica.

Ristrutturazione dei debiti pubblici

Secondo altre proposte, al FME dovrebbero essere attribuiti ulteriori compiti rispetto a quello dei salvataggi e del *backstop*. Ad esempio, per un pool di 7 economisti franco-tedeschi⁵⁰, il MES rafforzato (non un vero FME) dovrebbe anche coordinare le sue procedure di aiuto agli Stati con le eventuali misure di ristrutturazione del debito pubblico. In particolare, il MES non dovrebbe salvare paesi membri con un debito pubblico insostenibile, per i quali invece scatterebbe una "ristrutturazione ordinata del debito". Un tale meccanismo di ristrutturazione "quasi automatica" potrebbe, però, rivelarsi controproducente. Invece, la ristrutturazione del debito dovrebbe essere un'opzione nella gestione delle crisi, ma andrebbe valutata caso per caso, sulla base di un'analisi della sostenibilità del debito, come fa il FMI.

Sovrapposizione con la BCE?

I compiti assegnati al FME non spiazzano un attore cruciale già esistente come la BCE. La quale, infatti, non si è mai occupata del salvataggio di uno Stato membro in difficoltà, compito che

⁵⁰ Benassy-Quere A. *et al.*, How to Reconcile Risk Sharing and Market Discipline in the Euro Area, *VOXeu.org*, gennaio 2018.

era del MES e diverrebbe del FME. La BCE ha come obiettivo la stabilità dei prezzi, cioè un'inflazione poco sotto il 2 per cento annuo. Oltre a muovere il tasso di interesse a breve termine per stimolare/raffreddare l'economia, si interfaccia con gli intermediari creditizi cui fornisce liquidità e da cui riceve liquidità, quale parte del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Anche gli acquisti BCE di titoli pubblici⁵¹, sul mercato secondario, inaugurati nel marzo 2015, fanno parte delle misure di politica monetaria⁵². Milano, infatti, all'abbassamento della parte a medio-lungo termine della curva dei tassi, per stimolare credito, attività economica e dinamica dei prezzi.

b. Come dovrebbe funzionare

Nella proposta della Commissione europea (dicembre 2017), con la trasformazione del MES in FME, le decisioni più rilevanti continuerebbero ad essere prese dai ministri dell'economia dei paesi euro ma, in aggiunta, dovrebbero essere approvate dal Consiglio. In questo modo, però, il meccanismo non diventa più rapido, bensì più lento. Si prevede poi che: il FME presenti un rapporto annuale sull'attività svolta al Parlamento europeo e al Consiglio, su cui le due istituzioni potrebbero aprire un dibattito; il *Managing Director* sia audito dalle Commissioni parlamentari competenti e possa rispondere a quesiti sollevati da Consiglio e Parlamento; lo stesso rapporto annuale sia inviato ai Parlamenti nazionali, che potrebbero chiedere dettagli e inviare osservazioni. La proposta della Commissione, dunque, lascerebbe invariati i problemi dell'attuale assetto decisionale del MES e aggiungerebbe una duplicazione.

Al contrario, si potrebbe far diventare il FME una struttura prevalentemente tecnica, altamente specializzata. Insieme all'indipendenza delle decisioni, ciò è cruciale per svolgere le funzioni che gli verrebbero attribuite. Il *Board of Governors* potrebbe, dunque, essere composto da tecnici qualificati indicati dal Consiglio ed eletti dal Parlamento UE, preferibilmente slegati dalla rappresentanza del paese da cui provengono. Potrebbero anche essere indicati dai singoli governi o Parlamenti nazionali, ma sarebbe importante garantire la presenza di tecnici e la nomina da parte del Parlamento europeo, per accrescere la legittimazione democratica dell'organismo.

Le decisioni del *Board of Governors* del FME, presieduto (come oggi nel MES) dal Presidente dell'Eurogruppo, potrebbero essere prese a maggioranza, in modo analogo a ciò che avviene nel Consiglio direttivo della BCE; andrebbero inoltre motivate e rese pubbliche, così come eventuali relazioni di minoranza. Consiglio e Parlamento UE potrebbero votare mozioni di sfiducia nei confronti di singoli membri del MES e del Presidente. In questo modo, sarebbero garantite l'indipendenza e la rapidità delle decisioni, la qualità professionale e l'*accountability* non solo nei confronti dei governi nazionali ma anche delle istituzioni europee.

⁵¹ Emessi da governi nazionali, agenzie, istituzioni internazionali e sovranazionali dell'Eurozona, compresi il MES e la BEI. Il 90 per cento degli acquisti riguarda i bond emessi da governi e agenzie, il 10 per cento quelli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo.

⁵² Quadrio Curzio A. e Bertini A., Il Fondo Salva Stati leva per gli Eurobond, *Il Sole 24 Ore*, 31 marzo 2017, hanno proposto che, alla fine del QE, la BCE conferisca il suo stock di titoli pubblici nazionali (pari a circa il 25 per cento del totale emesso dai 19 paesi) al MES/FME, che lo utilizzerebbe come sottostante per emettere nuovi titoli europei sintetici (Euro-Sint-Bond).

c. Come si finanzierebbe

Per raccogliere risorse il FME emetterebbe bond, come già il MES. Bisogna differenziare questi titoli da quelli emessi dalla struttura che, secondo le nostre proposte, gestirebbe il nuovo bilancio dell'Eurozona, cioè gli Eurobond (Grafico 2.10). Il FME sarebbe incaricato di realizzare i salvataggi degli Stati membri e per questo emetterebbe, all'occasione, titoli di debito propri, "garantiti" dai contributi versati dagli Stati. Nell'ambito del bilancio dell'Eurozona, invece, i titoli di debito europei sovranazionali verrebbero emessi fin da subito, per finanziare la stabilizzazione ciclica e il piano europeo di investimenti.

Alcuni esperti dell'Università Luiss (2017) hanno proposto che il MES/FME emetta dei suoi propri titoli obbligazionari specificamente per raccogliere risorse per fare da *backstop* nelle operazioni di risoluzione bancaria e di assicurazione dei depositi⁵³. Il FME potrebbe in teoria anche essere, come si dirà nel paragrafo 2.5, l'istituzione europea che emette gli Eurobond, per conto del bilancio dell'Eurozona; tuttavia, per evitare una sovrapposizione di ruoli, sarebbe opportuno tenere il FME completamente distinto dalle due funzioni finanziate nel nuovo bilancio dell'Area.

Grafico 2.10

Quali bond per l'Eurozona?

1	2	3	4
Eurobond	Stability Bond	ESB/SBS	Project Bond
Titoli sovranazionali europei	Titoli propri del FME	Titoli sintetici europei, basati sui bond sovrani nazionali	Titoli propri della BEI
Finanziamento del bilancio dell'Eurozona, per stabilizzazione e crescita	Finanziamento degli interventi di salvataggio degli Stati	Diversificazione dei portafogli bancari	Finanziamento degli investimenti produttivi

2.5 Come finanziare le nuove funzioni europee?

- Creare un bilancio dell'Eurozona.
- Emissione di Eurobond limitata e di scopo, senza mutualizzazione dei debiti nazionali.
- Contributi nazionali e nuove tasse europee.

2.5.1 Eurobond per la stabilizzazione e il piano di investimenti

La funzione di stabilizzazione del ciclo e gli investimenti per la crescita andrebbero finanziati con nuove risorse, raccolte ad hoc nell'ambito di un bilancio dell'Eurozona. Il finanziamento comune, però, deve tener conto dell'alto livello di tassazione in molti degli Stati membri, che non permette un aumento significativo del carico fiscale. Dunque, le nuove risorse devono essere reperite attraverso una combinazione di strumenti: l'emissione di un titolo europeo sovranazionale (Eurobond), "garantita" da un capitale iniziale versato dagli Stati membri e, nel

⁵³ Bastasin C. et AL. (2017), *Open letter to Le Monde and Frankfurter Allgemeine Zeitung*, SEP Luiss.

medio-lungo termine, da nuove tasse gestite a livello di Eurozona che andrebbero a sostituire imposte nazionali.

La Commissione nel 2017 ha fatto varie proposte per finanziare la funzione di stabilizzazione: usare strumenti esistenti, come il bilancio UE o il MES; creare uno strumento nuovo, alimentato da contributi nazionali o tasse (IVA, accise, imposte sulle imprese); prendere a prestito, senza citare esplicitamente l'emissione di titoli europei sovranazionali. A maggio 2018, come detto nel paragrafo 2.2, la Commissione ha proposto la creazione di un meccanismo specifico per l'Eurozona ma nell'ambito del bilancio UE. Nella visione della Commissione, questa funzione opererà attraverso prestiti, fino a un massimo di 30 miliardi (un tetto evidentemente troppo basso), garantiti dal bilancio europeo. Per erogare i prestiti, le risorse necessarie sarebbero raccolte sui mercati finanziari. Per la copertura degli interessi, sarebbero accumulati contributi nazionali annui, con quote basate sulle *capital key* nella BCE.

a. La difficile marcia verso titoli pubblici europei sovranazionali

I titoli europei sovranazionali devono essere aggiuntivi rispetto alle emissioni sovrane dei paesi membri dell'Area, senza spiazzarle. Inoltre, si deve trattare di un'emissione di entità limitata, ben definita, sufficiente per gli obiettivi previsti. Infine, devono essere titoli "di scopo", emessi cioè esclusivamente per finanziare funzioni precise: la stabilizzazione del ciclo e il piano di investimenti. Titoli così disegnati non comporterebbero alcuna mutualizzazione tra paesi dei debiti pubblici nazionali esistenti.

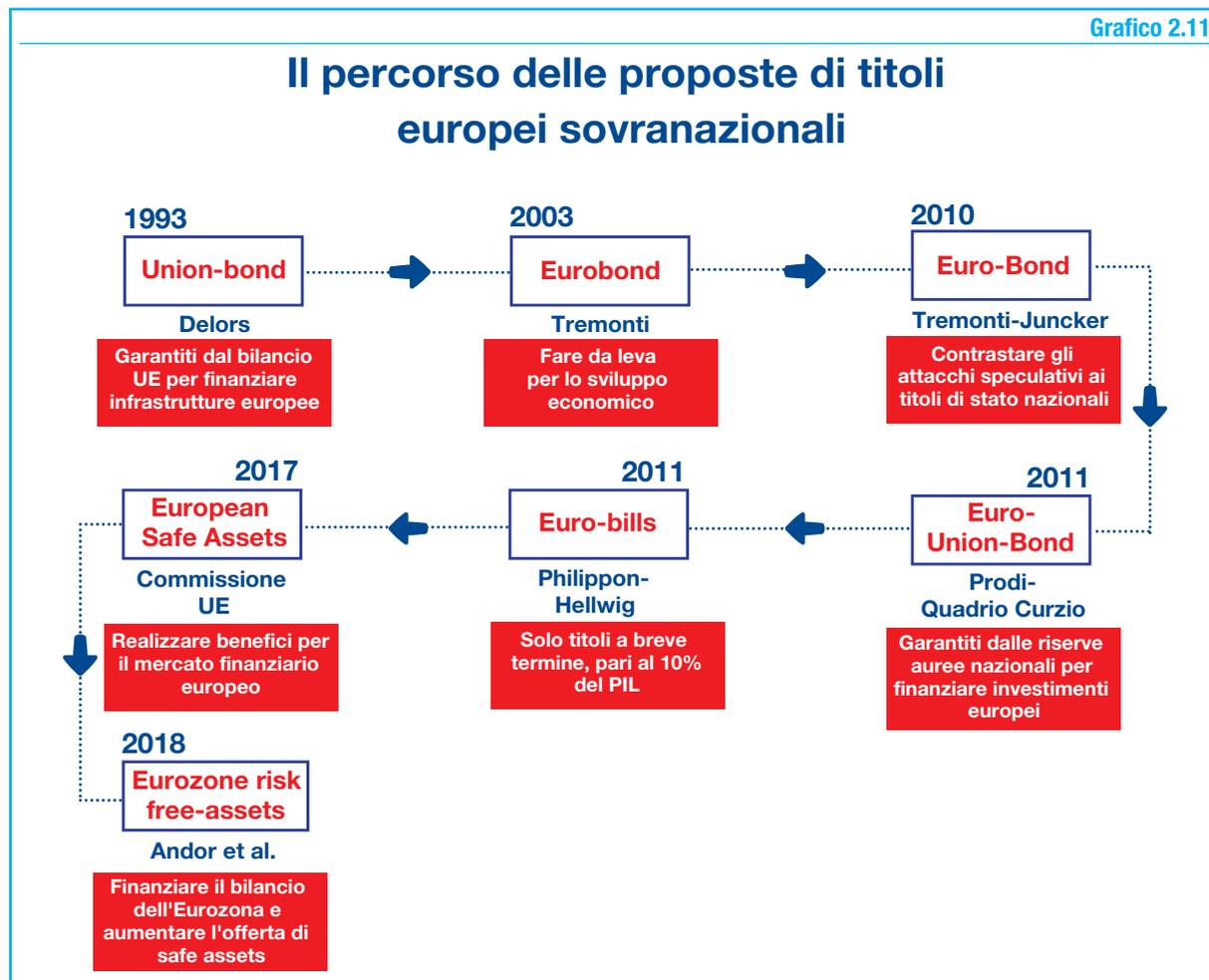
Data la difficoltà politica di creare tale nuovo strumento, l'emissione effettiva da parte delle istituzioni europee è ipotizzabile solo nel medio termine e in espansione molto graduale.

Nel corso della lunga crisi economica e finanziaria, nell'Eurozona sono state elaborate molte proposte per la creazione di un titolo pubblico europeo. L'idea ricorrente è di usare tale strumento per ridurre gli squilibri economici e finanziari tra i diversi paesi e/o finanziare grandi progetti di infrastrutture europee. Diversi particolari distinguono ogni proposta da quelle precedenti. Il dibattito sugli Eurobond tra economisti e *policy-maker* rimane molto vivo⁵⁴.

L'idea degli Eurobond, in realtà, viene da lontano: le prime formulazioni sono precedenti alla crisi finanziaria esplosa dal 2007. Datano fin dagli anni novanta, con la prima proposta di Jacques Delors, ripresa poi nel 2003 da Giulio Tremonti. Una proposta articolata è stata presentata a fine 2010 dallo stesso Giulio Tremonti insieme a Jean-Claude Juncker, quando la crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona era agli inizi. Seguita nel settembre 2011 dalla proposta di Romano Prodi e Quadrio Curzio, nel pieno della crisi di contagio in Italia. La creazione di un bond europeo non era presente nel *Five Presidents' Report* del 2015, ma è apparsa in seguito, nel 2017, nel progetto della Commissione. La creazione di Eurobond è stata sostenuta di recente da un gruppo

⁵⁴ Per un'analisi critica di varie proposte di titoli emerse durante la crisi, si veda Claessens S., Mody A., Vallee S., Making sense of Eurobond proposals, *VOXeu.org*, agosto 2012. In particolare, Philippon e Hellwig nel 2011 hanno proposto di emettere titoli europei a breve termine (Euro-bills), per uno stock pari a circa il 10 per cento del PIL dell'Eurozona (1.115 miliardi).

di 14 economisti europei su *Politico*, che propongono che essi si affianchino ai titoli nazionali, per contribuire all'offerta di titoli *risk-free* (Grafico 2.11)⁵⁵.



Gli Eurobond hanno trovato, però, una forte contrarietà di vari Stati membri, basata sul rifiuto di un'ulteriore cessione di sovranità nazionale e di una mutualizzazione dei debiti nazionali, nonché sul timore che i titoli comuni conducano a una Unione Fiscale con trasferimenti dai paesi "forti" a quelli "deboli". Come spiegato prima, gli Eurobond qui proposti non determinano alcuna mutualizzazione del debito.

La creazione di un Eurobond è divenuta il tema più controverso nell'ambito dei progetti di riforma dell'Eurozona, quello che trova i minori consensi e le maggiori opposizioni (si veda la scheda a pag. 113). La Spagna, che l'aveva sostenuto a lungo, nell'ultimo *position paper* ufficiale del 2018 non lo cita più⁵⁶. Altri paesi, come la Germania, sono apertamente contrari a qualsiasi

⁵⁵ Andor L. et al., *Blueprint for a democratic renewal of the Eurozone*, *Politico.eu*, aprile 2018.

⁵⁶ Spanish Ministry of Economy, *Industry and Competitiveness*, *Spanish position on strengthening the EMU*, aprile 2018.

titolo pubblico europeo (si veda ad esempio Wolfgang Schauble)⁵⁷. Il livello di complessità per la creazione di un Eurobond è il massimo tra i vari pezzi del *puzzle* europeo, proprio in ragione della necessità di ottenere il consenso dei paesi membri dell'Eurozona e delle istituzioni europee sulla sua emissione e anche sulle sue caratteristiche tecniche.

Anche per tali difficoltà, varie proposte recenti sulla riforma dell'Eurozona sono meno ambiziose rispetto alla creazione di un nuovo titolo pubblico europeo sovranazionale, ipotizzando piuttosto un qualche titolo sintetico europeo che cartolarizzi i bond sovrani nazionali (come gli ESB). Come sarà discusso in dettaglio nel paragrafo 2.7, tali titoli vengono proposti allo scopo specifico di favorire la diversificazione dei portafogli bancari (si veda anche Grafico 2.10).

I successivi documenti della Commissione, fino a quelli del 2017, hanno provato a far accettare il tema dei titoli sovrani europei. La Commissione ritiene gli *European Safe Assets* (ESA) uno strumento benefico per il sistema finanziario europeo (diversificazione dei portafogli, maggiore disponibilità di titoli *risk free*), anche se non si spinge fino a collegarli al finanziamento di funzioni europee addizionali. La Commissione ha presentato a maggio 2017 l'introduzione dei titoli sintetici SBS-ESB come primo passo, per poi arrivare all'emissione degli ESA nel medio-lungo termine. Visto che gli ESB potrebbero aiutare a rompere il *doom loop* tra debiti sovrani e bilanci bancari, possono consentire di superare lo stallo creato dall'opposizione di vari Stati a diverse proposte: alcuni contro le modifiche alla regolamentazione bancaria sui titoli di stato nazionali (Italia), altri contro gli Eurobond (Germania).

b. Perché sono utili gli Eurobond?

Il progetto degli Eurobond è cruciale per finanziare, da subito, grandi progetti di investimenti europei aggiuntivi e la stabilizzazione del ciclo, in un contesto in cui, nelle prime fasi del varo di tali due funzioni, le tasse dell'Eurozona e i contributi nazionali non sarebbero sufficienti a fornire le ampie risorse necessarie.

Questi titoli sovranazionali sono utili anche per altri obiettivi. Agli Eurobond si è pensato per ridurre il livello dei tassi sovrani pagati in media dai paesi dell'Area e per aumentare la resilienza delle banche in caso di crisi sovrane nazionali. Con tale strumento (come per gli SBS/ESB) si svuoterebbe il dibattito su limiti/regole per i titoli pubblici domestici nei bilanci bancari, nella misura in cui, acquistando progressivamente Eurobond invece che titoli nazionali, gli istituti slegherebbero i loro portafogli da specifici rischi sovrani.

Inoltre, con l'emissione di titoli europei sovranazionali, che fungano da *benchmark* per tutti gli emittenti privati dei vari paesi dell'Eurozona, i sistemi finanziari non saranno più "nazionali", risolvendo una significativa debolezza dell'Area: ciascun emittente, comprese le banche, sarà valutato per il proprio merito di credito, non anche per l'appartenenza a uno Stato con un debito pubblico più o meno alto. Oggi, invece, il costo della raccolta bancaria è legato ai rendimenti dei titoli di Stato di ciascun paese: in Italia e in altri paesi europei esiste una relazione molto stretta tra i rendimenti dei titoli sovrani nazionali e i rendimenti delle obbligazioni ban-

⁵⁷ Schauble W., *Non-Paper for Paving the Way Towards a Stability Union*, ottobre 2017.

carie. Sarebbe così anche se le banche detenessero un quantitativo inferiore di titoli pubblici domestici e l'Unione bancaria europea fosse completa.

c. Quale agenzia emette e gestisce gli Eurobond?

La struttura che gestisce il budget dell'Eurozona deve avere la responsabilità sugli Eurobond. Concretamente, l'emissione di tali titoli europei potrebbe essere affidata a un Ministero dell'economia europeo (si veda il paragrafo 2.6), ovvero a un'agenzia del debito appositamente costituita, oppure al nuovo FME (si veda il paragrafo 2.4).

Nelle Assise di Confindustria (febbraio 2018) si è immaginato che fosse un ministro economico europeo ad essere responsabile dell'emissione di Eurobond⁵⁸. Similmente, secondo i 14 economisti su *Politico* gli Eurobond sarebbero emessi dall'Autorità che gestisce un nuovo significativo bilancio dell'Eurozona, che avrebbe anche la capacità di far pagare tasse europee. Nelle proposte della Commissione UE sul nuovo FME (dicembre 2017), invece, si ipotizza che sia questo, nel medio termine, a sviluppare dei nuovi strumenti finanziari per supportare la funzione di stabilizzazione del ciclo degli Stati membri⁵⁹.

d. Come si ripagano gli interessi?

Gli Eurobond sarebbero obbligazioni pubbliche che dovrebbero riuscire ad ottenere un *rating* molto elevato, come già oggi i titoli del MES, perché sarebbero bond sovrnazionali garantiti in ultima istanza da tutti i paesi membri dell'Area. Quindi, i tassi di interesse da pagare agli investitori sarebbero ridotti al minimo. Potrebbero essere emessi a una scadenza intorno ai 10 anni e quindi avrebbero, al momento, un tasso di interesse vicino allo 0,50 per cento. A maggio, infatti, i bond sovrani nazionali a 10 anni emessi dai paesi dell'Eurozona con un *rating* AAA avevano un rendimento medio dello 0,63 per cento.

Ipotizzando, ad esempio, un'emissione di Eurobond pari al 3 per cento del PIL dell'Area, cioè uno stock di 335 miliardi a regime (Tabella 2.8), al livello attuale dei rendimenti l'istituzione che emette tali titoli dovrebbe far fronte ad una spesa per interessi pari a 1,7 miliardi all'anno⁶⁰. Nei prossimi anni, con il proseguire della ripresa economica nell'Area e il ritiro delle misure monetarie iper-espansive BCE, i rendimenti saliranno e crescerà la spesa per interessi sugli Eurobond. Se il tasso sul titolo decennale ad alto *rating* tornasse verso il 2,70 per cento (valore del Bund nel 2010), l'esborso salirebbe a 9,0 miliardi all'anno.

Tabella 2.8

Quanti Eurobond per l'Eurozona?						
(Miliardi di euro, stock)						
	1° anno	2° anno	3° anno	4° anno	5° anno	Totale
1% del PIL	0	11	22	33	45	112
2% del PIL	0	22	45	67	89	223
3% del PIL	0	33	67	100	134	335

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

⁵⁸ Confindustria (2018), *La visione e la proposta*, Assise generali, Verona.

⁵⁹ Commissione europea, *Commission sets out Roadmap for deepening Europe's Economic and Monetary Union*, dicembre 2017.

⁶⁰ Tale emissione sarebbe pari al 4,2 per cento dello stock esistente di titoli sovrani nazionali (8.000 miliardi).

Una quota significativa degli interventi europei saranno realizzati in progetti che generano un ritorno economico (ad esempio, autostrade a pedaggio). Questo flusso annuo di risorse pubbliche può essere utilizzato per coprire (almeno in parte) la spesa per interessi annua sugli Eurobond e le spese per la nuova struttura europea che gestisce il bilancio.

e. Come si ripaga il capitale?

L'emissione di Eurobond corrisponde all'accumulazione di un nuovo stock di debito pubblico europeo, sovranazionale. Il percorso per giungere "a regime", cioè al livello di stock ritenuto utile, deve essere graduale, sviluppandosi in alcuni anni. A quel punto, le emissioni nette si fermeranno. Dopo un certo numero di anni (oltre i dieci) bisognerà poi realizzare emissioni di nuovi titoli per rimpiazzare quelli che man mano giungono a scadenza (*roll-over*).

Questo debito europeo, però, non verrà continuamente alimentato da uno sbilancio tra entrate e spese correnti, come accade per molti paesi sovrani. Serve, invece, a raccogliere subito risorse per finanziare investimenti produttivi.

Servono, comunque, nuove risorse proprie stabili, raccolte a livello di Eurozona (si veda in seguito), per fare in modo che gli investitori internazionali reputino gli Eurobond titoli appetibili, come già oggi avviene per i bond emessi dal MES grazie al capitale versato (si veda il paragrafo 2.5).

Queste risorse aggiuntive devono essere pari solo a una quota dello stock di Eurobond, in modo da spalmare l'onere degli interventi sia sulle generazioni presenti sia su quelle future. Una quota, però, sufficientemente grande da offrire una prospettiva di "potenziale" azzeramento del debito europeo in un orizzonte di lungo termine. Ad esempio, per disporre in 20 anni di risorse proprie sufficienti a ripagare uno stock di Eurobond pari al 3 per cento del PIL dell'Area, bisogna raccogliere da altre fonti circa 17 miliardi all'anno a livello di Eurozona (pari allo 0,15 per cento del PIL). Si tratta di azzeramento solo potenziale perché queste risorse proprie, per non ridurre l'ampiezza del nuovo bilancio dell'Area, devono confluire tra gli attivi, invece che andare subito a ridurre il passivo (Tabella 2.9).

Il flusso di risorse proprie, idealmente, non deve essere utilizzato per pagare la spesa per interessi e il costo annuo della nuova struttura che gestisce il bilancio. Deve, invece, andare a costituire gradualmente il "fondo ammortamenti" nel bilancio dell'Area. Naturalmente, se le risorse raccolte con una "tassa dell'Eurozona" si rivelassero insufficienti/eccessive, deve essere possibile ritoccare al rialzo/ribasso le aliquote.

Tabella 2.9

Come funzionerebbe il Bilancio dell'Eurozona? (Piano di investimenti e stabilizzazione del ciclo)

Stato Patrimoniale

Attivo	Passivo
Immobilizzazioni	Eurobond
Fondo ammortamenti	Capitale <i>paid-in</i>
Cassa - disponibilità	

Conto Economico

Entrate	Uscite
Tasse dell'Eurozona	Ammortamenti
Tariffe, pedaggi, altri introiti	Spesa per interessi
Contributi nazionali	Sussidi e altri interventi
	Spese di struttura

La prospettiva, quindi, è sostanzialmente rovesciata rispetto a un bilancio nazionale: il nuovo bilancio dell'Eurozona accumula subito nei primi anni un debito pubblico emettendo Euro-bond, per poter investire, e gradualmente raccoglie le risorse per sostenerlo; lo Stato nazionale, invece, ogni anno con le sue entrate fa fronte a spese in gran parte correnti, e se incorre in un deficit accumula debito, emettendo bond per finanziarlo.

2.5.2 Un ruolo maggiore per la BEI nel finanziamento degli investimenti

Per la parte sugli investimenti europei aggiuntivi, localizzati nei vari paesi membri, è importante sottolineare una specificità.

A fornire risorse può contribuire un aumento dei finanziamenti provenienti dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), da ottenere tramite un incremento consistente delle sue disponibilità. Nel 2016 la BEI ha erogato prestiti per 76 miliardi di euro in ambito UE.

La BEI, infatti, è costituita a livello dei 28 paesi UE. Il capitale sottoscritto è pari a 243 miliardi di euro e i pesi di ciascuno Stato sono basati sul PIL. Il capitale effettivamente versato, però, è molto inferiore, pari a 22 miliardi, circa un decimo. In base al suo statuto, la BEI è autorizzata ad erogare prestiti per un importo massimo pari a due volte e mezzo il capitale sottoscritto.

Tabella 2.10

Quanto è grande la BEI?			
(Stato Patrimoniale, 2016, milioni di euro)			
Disponibilità liquide	317	Debiti verso banche	13.120
Obbligazioni a breve	50.456	Debiti verso clienti	1.952
Prestiti a banche	160.056	Obbligazioni emesse	470.923
Prestiti a clientela	311.943	Altre passività	1.204
Obbligazioni a medio-lungo	15.591	Ratei e risconti passivi	17.457
Azioni	4.936	<i>Provisions</i>	2.395
Asset tangibili e intangibili	289	Capitale sottoscritto	21.699
Altri asset	132	Riserve	41.624
Pagamenti anticipati e ratei attivi	29.510	Utile dell'anno	2.857
Totale attivo	573.231	Totale passivo	573.231

Fonte: elaborazioni CSC su dati BEI.

Le risorse utilizzate dalla BEI per fare prestiti non provengono dal bilancio dell'UE, ma sono raccolte sui mercati dei capitali internazionali. In particolare con l'emissione di bond, il cui stock è pari a 456 miliardi, più 15 miliardi di altri titoli simili. I prestiti BEI finanziano progetti di investimenti pubblici o privati, direttamente o tramite banche, anche grazie al Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) che è uno strumento per prestare specificamente alle PMI. Lo stock di prestiti è stato di 471 miliardi nel 2016, allineato all'ammontare di risorse raccolte sui mercati (Tabella 2.10).

2.5.3 Contributi nazionali e risorse proprie europee

a. Contributi degli Stati

Ad oggi, il bilancio UE è finanziato in larghissima parte da contributi versati dagli Stati membri, definiti con l'approvazione del *Multiannual Financial Framework* in misura tale da coprire le spese previste. Questi contributi sono pari complessivamente a circa l'1 per cento del PIL dei paesi UE (e al 2 per cento della somma della spesa pubblica dei paesi membri).

Tale sistema ha il difetto di ridurre la responsabilizzazione delle istituzioni europee di fronte ai cittadini. Inoltre, mette l'ammontare dei contributi che i paesi devono versare al centro delle negoziazioni tra paesi.

Nel nuovo bilancio dell'Eurozona, finanziato invece da una combinazione di strumenti, è preferibile affidare il ruolo di principale fonte finanziaria non ai contributi nazionali, ma ad un sistema di risorse proprie autenticamente europeo. In tal modo, le negoziazioni tra paesi si possono concentrare sulle priorità di intervento, riducendo le contrapposizioni e accrescendo l'*accountability* delle istituzioni europee.

Il versamento di contributi nazionali nel bilancio dell'Eurozona, tuttavia, sarà cruciale nelle prime fasi dell'operatività delle nuove funzioni. Ciò perché consentirà di avere a disposizione in tempi relativamente brevi le risorse necessarie da mettere a garanzia dell'emissione di Eurobond. Gradualmente, però, con l'entrata a regime del nuovo sistema di raccolta di risorse proprie dell'Eurozona, il ruolo dei contributi versati dagli Stati membri si ridurrà.

L'entità dei contributi da chiedere agli Stati membri dipenderà dalla dimensione complessiva a cui dovrà arrivare il nuovo bilancio dell'Eurozona.

b. Tasse europee

Per garantire il buon funzionamento del bilancio dell'Eurozona, è necessario dotarlo di capacità di finanziamento specifiche dell'Area, che permettano di raccogliere risorse proprie.

Il disegno di una tassazione dell'Eurozona può prevedere, anzitutto, la creazione di nuove imposte, volte a coprire spazi fiscali non regolamentati a livello nazionale (è questo il caso della *web tax* e della *carbon tax*). Inoltre, andrebbe realizzata l'armonizzazione e/o convergenza fiscale di alcune imposte già presenti nei singoli Stati membri (imposta sulle multinazionali, imposta sulle transazioni finanziarie). Le diversità nei regimi fiscali accrescono la complessità amministrativa per cittadini e imprese e possono distorcere la concorrenza rispetto alla localizzazione di queste ultime.

Negli ultimi anni sono state varie le iniziative volte ad armonizzare i sistemi fiscali nazionali, in alcuni casi si sono tramutate in raccomandazioni o proposte, spesso hanno condotto a un "nulla di fatto".

Il limite è rappresentato dalle disposizioni dei Trattati, che attribuiscono competenza esclusiva in materia fiscale agli Stati membri.

Il rafforzamento della zona euro, portato avanti di fatto su base volontaria, sul modello di una cooperazione rafforzata, potrebbe aggirare tale ostacolo giuridico.

Web tax

L'iniziativa più recente riguarda la *web tax*. Il 21 marzo scorso la Commissione europea ha presentato un pacchetto di iniziative in materia di tassazione dell'economia digitale, con l'obiettivo di garantire che l'economia, l'industria e la società europee traggano il massimo vantaggio dalla nuova era digitale⁶¹.

Il pacchetto definisce, per gli Stati membri dell'UE, il nuovo concetto di Presenza Digitale Significativa (PDS), integrativo della nozione di "stabile organizzazione ai fini delle imposte sui redditi" e finalizzato a stabilire un nesso imponibile tra gli Stati membri e coloro che forniscono servizi digitali mediante siti web, app o altri *software* (Google, Facebook, Apple, Amazon, Uber, ecc.).

Consapevole che la PDS necessita di tempi lunghi per essere attuata e consolidata, la Commissione ha presentato una soluzione di breve termine: un'imposta sui servizi digitali (ISD), con un'unica aliquota identica in tutti gli Stati membri, fissata al 3 per cento, e una serie di rinvii alle normative interne ai paesi per quanto riguarda gli obblighi contabili, le procedure di riscossione, le misure volte a prevenire evasione, elusione o abusi. Secondo le stime, tale imposta potrebbe generare un gettito annuo pari a 5 miliardi di euro.

Carbon tax

Una proposta di *carbon tax* europea sui combustibili fossili (carbone, petrolio, gas) è stata avanzata da 19 economisti (tra cui Pascal Lamy, ex direttore generale della WTO) il 20 febbraio scorso⁶². Si tratterebbe di una forma di tassazione diretta che impone un'aliquota fissa per ogni tonnellata di CO₂ emessa dalle attività produttive. Gli esperti stimano che già con una tassa molto bassa, pari a soli 5 euro per tonnellata di CO₂, si potrebbero generare entrate annue per 17 miliardi di euro. In tale proposta, le risorse sarebbero destinate a investimenti in trasporti pubblici, sicurezza energetica e sradicamento della povertà energetica di alcuni Stati membri, per velocizzare la transizione energetica verso le tecnologie più pulite e affidabili e, allo stesso tempo, rafforzare le potenzialità di investimento verso un'Europa più sostenibile ed equa.

⁶¹ Il pacchetto comprende una comunicazione (dal titolo "È giunto il momento di istituire norme fiscali moderne, eque ed efficaci per l'economia digitale"), due proposte di direttiva, una raccomandazione e un documento di studio recante l'*impact assessment* delle azioni legislative. Ha l'intento di definire una soluzione coerente con il modello esistente di tassazione dei profitti e nasce sulla scorta delle indicazioni raccolte dalla consultazione pubblica sulle possibili azioni da intraprendere indetta dalla Commissione stessa a fine 2017, rispondendo agli input del Consiglio europeo del 19 ottobre 2017 e tenendo conto di quanto indicato dall'OCSE nel rapporto "*Tax Challenges arising from Digitalisation*" diffuso il 16 marzo scorso. Il recepimento da parte degli Stati membri delle disposizioni è fissato entro la fine del 2018, mentre l'entrata in vigore delle misure attuative dei singoli Stati a decorrere dal 1° gennaio 2019.

⁶² In Europa non si è mai riusciti ad approvare una *carbon tax* valida per tutti i paesi per il timore di interferire con l'ETS (*Emissions Trading System*), meccanismo predisposto nel 2005 per contenere la CO₂ delle industrie energivore.

Imposta sulle imprese multinazionali

È dal 2011 che si cerca di armonizzare l'imposta sulle società. Dopo vari rinvii, attualmente il Consiglio europeo sta lavorando sulla proposta della Commissione di creare una base imponibile consolidata comune (direttiva Ccctb, *Common consolidated corporate tax base*), con norme tecniche per il consolidamento degli utili e ripartizione della base consolidata fra gli Stati membri. Direttiva subordinata alla costituzione di una base imponibile comune (direttiva Ccctb)⁶³.

L'iniziativa legislativa stabilisce un insieme unico di norme per il calcolo della base imponibile, ma lascia agli Stati membri il diritto di fissare le aliquote fiscali. L'obiettivo principale è quello di ridurre i costi amministrativi per le imprese, derivanti da 28 diversi sistemi di tassazione delle società.

Nelle proposte della Commissione relative al Quadro Finanziario Pluriennale 2021-2027 presentate lo scorso 2 maggio, la Ccctb viene indicata come possibile risorsa propria, con un'aliquota del 3 per cento dal 2023. Nelle stime della Commissione la misura potrebbe portare circa 12 miliardi di euro l'anno.

Imposta sulle transazioni finanziarie

Anche per quanto riguarda l'imposta sulle transazioni finanziarie, il tentativo di convergenza è finora fallito⁶⁴. La prima proposta di *Tobin tax* a livello europeo (FTT, *Financial Transaction Tax*) è stata avanzata nel settembre 2011 dalla Commissione europea per contrastare l'estrema volatilità dei mercati finanziari. Si stabiliva un disegno di armonizzazione della base imponibile e le aliquote fiscali minime delle transazioni finanziarie. A febbraio 2013 la proposta fu nuovamente presentata, integrata con norme anti-delocalizzazione e anti-abuso. In quell'occasione la Commissione europea stimò pari a 30-35 miliardi di euro il gettito annuo derivante dall'implementazione della *Tobin tax* europea.

Negli anni seguenti l'iniziativa intergovernativa si è arrestata, nonostante la formazione di una coalizione di Stati membri a sostegno della FFT⁶⁵, il cosiddetto "gruppo degli undici". Oltre alle divergenze politiche venutesi a creare in merito alla sua attuazione, ciò che ha frenato l'iniziativa del gruppo è che comunque un'imposta uniforme ma non applicata in tutti i paesi europei non avrebbe rimosso l'evidente svantaggio economico che deriva dall'applicazione dell'imposta solo in alcuni Stati: la misura comporta uno spostamento del capitale finanziario dei paesi con FFT verso gli altri Stati membri, con effetti negativi sulla crescita e senza generare un consistente gettito fiscale.

⁶³ I due progetti di direttiva sono stati pubblicati il 25 ottobre 2016. Nel 2011 la Commissione aveva già presentato una proposta a riguardo che però non era stata approvata dal Consiglio europeo.

⁶⁴ Attualmente, i paesi europei in cui è in vigore la *Tobin Tax*, con requisiti, oggetti e aliquote diverse sono: Austria, Belgio, Francia, Germania, Grecia, Italia, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna.

⁶⁵ Formato da i dieci paesi in cui è già in vigore una *Tobin tax* ad eccezione della Slovenia (si veda nota 64) più Estonia e Finlandia.

2.5.4 A quanto deve ammontare il budget dell'Eurozona?

Oltre a decidere con quale tipo di risorse finanziare il nuovo bilancio dell'Eurozona (tasse, contributi, titoli di debito), una questione essenziale è anche decidere quale deve essere la sua dimensione complessiva.

Nel dibattito recente sono state formulate alcune stime in proposito. Ad esempio, secondo Andor et al. (2018) il nuovo bilancio dell'Eurozona (aggiuntivo rispetto al budget UE) potrebbe partire con un'ampiezza pari all'1 per cento del PIL, ovvero circa 110 miliardi di euro.

Fino a oggi, il bilancio UE è stato mantenuto di dimensioni modeste, poco sopra un punto di PIL. Ciò vale anche per la proposta di bilancio per il 2021-2027: 167 miliardi nel 2021, che diventano 196 miliardi nel 2027, pari in ciascun anno a circa l'1,1 per cento del PIL della UE. Tale bilancio è finalizzato soprattutto a favorire il riequilibrio territoriale tra regioni ricche e povere dell'Unione (politiche di coesione) e a realizzare alcune misure ritenute strategiche (come la politica agricola).

Il criterio più naturale è raccogliere, a livello di Eurozona, risorse pari ai fabbisogni determinati dalle due nuove funzioni attribuite al bilancio dell'Area: stabilizzazione ciclica e piano di investimenti. L'ampiezza dell'emissione di Eurobond, in particolare, va coordinata con tale fabbisogno complessivo di risorse.

Va dunque calcolato di quante risorse ha bisogno ciascuna delle due nuove funzioni:

- **Stabilizzazione.** Bisogna considerare le risorse necessarie per realizzare il sussidio di disoccupazione, la fornitura di beni pubblici, il fondo di stabilità ed eventuali altri interventi simili. Nella proposta di bilancio della Commissione, 30 miliardi sarebbero dedicati alla sola stabilizzazione degli investimenti.
- **Crescita.** La stima degli investimenti necessari a livello di Eurozona a colmare il gap accumulato è di 85 miliardi, cui vanno sommati gli investimenti necessari a evitare la marginalizzazione dell'Area nel medio-lungo termine.

Il totale delle risorse necessarie è dunque maggiore di quello ipotizzato ad esempio in Andor et al., ed è stimabile intorno a 200 miliardi di euro, circa 2 punti percentuali di PIL.

2.6 Governance economica europea: come rafforzarla istituendo un ministro degli affari economici europeo

- *Istituire un ministro dell'economia e delle finanze europeo, che gestisca il bilancio dell'Eurozona.*
- *Far assumere al ministro le cariche di Vicepresidente della Commissione e di Presidente dell'Eurogruppo, per efficientare la governance e conferire legittimazione democratica.*
- *Dotarlo di sufficiente autonomia politica e strumenti, per assicurare che le politiche di bilancio nazionali siano in linea con gli obiettivi concordati a livello europeo.*

2.6.1 Complessità e discrezionalità dell'attuale sistema di *governance* e proposte di riforma

La politica monetaria è unificata per gli Stati membri dell'Eurozona ed è facilmente riconoscibile dai cittadini nelle azioni della BCE, istituzione sovranazionale e indipendente che ha il compito di mantenere la stabilità dei prezzi. La politica economica, invece, è rimasta nelle mani dei governi nazionali; il sistema decisionale si basa principalmente sul metodo intergovernativo e gli sforzi di coordinamento sono affidati a una pluralità di soggetti. In particolare, è il Consiglio Affari economici e finanziari (Ecofin), costituito dai ministri dell'economia degli Stati membri, a svolgere il ruolo principale, avendo il compito di approvare decisioni, seppur basate sulle raccomandazioni della Commissione europea (Art. 126.14 TFEU). Per quanto riguarda l'Eurozona, le decisioni principali sono assunte nell'ambito dell'Eurogruppo, consiglio informale che riunisce i ministri dei paesi che hanno adottato la moneta comune.

Con il metodo intergovernativo, le decisioni vengono prese sulla base di una *policy coordination* tra governi nazionali. Esse finiscono, quindi, per essere il risultato di "scambi" e spesso riflettono combinazioni di interessi nazionali non ottimali per l'Area nel suo complesso. Ciò rende la *governance* meno efficace per la globalità dell'Area, oltre che poco comprensibile da parte dei cittadini europei. Negli ultimi anni si sono inoltre create forti tensioni politiche e polarizzazione tra gruppi di paesi. In particolare, la gestione quasi unicamente intergovernativa della crisi economica (culminata con l'adozione del *Fiscal Compact* nel 2012, trattato intergovernativo ratificato a livello nazionale dagli Stati membri⁶⁶) ha contribuito a far emergere la storica frattura tra paesi del Sud e del Nord Europa, con i primi esasperati dall'adozione di misure economiche di austerità e i secondi preoccupati di dover pagare i debiti altrui e non disposti a esborsi aggiuntivi. Accanto a soluzioni economiche inadeguate, dunque, si è osservato il diffondersi, presso l'opinione pubblica di numerosi paesi, di una visione di un'Unione arcigna e tecnocratica che non considera le esigenze dei cittadini.

Con il duplice obiettivo di efficientamento e di rafforzamento della responsabilità democratica del sistema decisionale europeo in materia economica, nella sua comunicazione di dicembre 2017 la Commissione europea ha proposto l'istituzione di un ministro dell'economia e delle finanze europeo. Come sostenuto nella comunicazione della Commissione, così come nei precedenti rapporti che l'avevano proposto (tra cui gli Scenari economici di Confindustria di giugno 2017), il ministro risponde all'esigenza di rappresentare in maniera univoca, in sede europea e a livello internazionale, l'Unione Economica e Monetaria, aiutando a far percepire come maggiormente democratica la *governance* economica europea⁶⁷. Tale figura cumulerebbe le cariche di Vicepresidente della Commissione (l'esecutivo UE) e di Presidente dell'Eurogruppo, e sarebbe in tal modo sia responsabile di fronte al Parlamento europeo per le questioni economiche sia in dialogo costante con i Parlamenti nazionali. Mantenendo uno stretto dialogo bilaterale e multilaterale con le autorità nazionali e il Parlamento europeo, il ministro potrebbe inoltre pro-

⁶⁶ Il *Fiscal Compact*, in quanto trattato intergovernativo, non è parte del corpo giuridico europeo. A dicembre 2017 la Commissione ha proposto una direttiva, attualmente in discussione, per integrare il *Fiscal Compact* nei trattati.

⁶⁷ Si vedano anche il *Five Presidents' Report* di giugno 2015 e il documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria di maggio 2017.

muovere il coordinamento delle politiche economiche e delle riforme negli Stati membri. La possibilità di cumulare due cariche, membro della Commissione e presidente dell'Eurogruppo, è già prevista dai Trattati. Inoltre, anche se finora l'Eurogruppo è stato presieduto dal ministro delle finanze di uno Stato membro, i capi di Stato o di governo dell'Eurozona hanno già approvato, nella riunione del 26 ottobre 2011, l'alternativa di un presidente a tempo pieno con sede a Bruxelles.



Si può però immaginare una figura istituzionale con più ampie attribuzioni e autonomia, in relazione sia alle politiche europee sia a quelle nazionali. Sul primo fronte, il ministro gestirebbe il bilancio dell'Eurozona di nuova creazione e dunque attuerebbe e contribuirebbe ad elaborare una politica economica per l'Area, che ad oggi è praticamente assente⁶⁸. Sul fronte delle politiche nazionali, anche se ciascun paese continuerà a decidere la politica fiscale in base a preferenze nazionali, il ministro dovrebbe avere sufficiente autonomia politica e strumenti per garantire che le politiche di bilancio degli Stati membri siano in linea con gli obiettivi concordati a livello europeo (Grafico 2.12).

Per realizzare una *governance* economica efficace è cruciale che il ministro possa svolgere le competenze a lui attribuite in modo indipendente rispetto ai paesi membri dell'Eurozona. Ciò affinché possa essere messo nelle condizioni di assolvere il suo compito perseguendo l'interesse

⁶⁸ Solo negli ultimi anni la Commissione europea ha cominciato a formulare una raccomandazione sulla politica economica della zona euro nell'ambito del semestre europeo.

generale dell'economia dell'Area. In pratica, il nodo da superare è quella prevalenza del metodo decisionale intergovernativo che si è affermata nella gestione della crisi economica⁶⁹.

2.6.2 Compiti del ministro degli affari economici europeo

a. Gestire il bilancio dell'Eurozona

Se il nuovo bilancio dell'Eurozona finanziasse la funzione di stabilizzazione ciclica e realizzasse un piano sovranazionale di investimenti per la crescita, il ministro che gestirà tale budget dovrebbe essere anche responsabile del funzionamento degli strumenti e dei piani di investimento creati per assolvere tali funzioni. In questo contesto, sarebbe naturale che fosse anche responsabile dei meccanismi di finanziamento del budget, quali contributi, risorse proprie e l'emissione di titoli di debito comune. Tuttavia, il ministro non potrebbe decidere da solo sui volumi di tali risorse. Potrebbe invece intervenire su aspetti quali, per esempio, tempistica delle emissioni e struttura delle *maturity*.

b. Supervisionare il FME

Il ministro dovrebbe essere anche il responsabile dell'istituzione che si occupa del salvataggio degli Stati. Tale responsabilità è d'altronde in linea con la proposta che il ministro assuma il ruolo di presidente dell'Eurogruppo, visto che attualmente quest'ultimo presiede il *Board of Governors* del MES.

c. Rafforzare il coordinamento delle politiche nazionali e rendere esigibili le regole del PSC

Al nuovo ministro delle finanze europeo, in quanto Vicepresidente della Commissione, dovrebbe anche essere attribuita sufficiente autonomia per coordinare le politiche economiche e di bilancio degli Stati membri e per rendere esigibili le regole in caso di mancato rispetto.

In primis, il ministro potrebbe e dovrebbe far funzionare meglio il "braccio preventivo" del PSC e, in generale, l'attività di coordinamento delle politiche di bilancio degli Stati membri, come già riformata dal 2011 con l'introduzione del "semestre europeo" e dal 2013 con il "*two pack*". Queste innovazioni hanno certamente accresciuto il dialogo tra governi e reso più attivo il ruolo della Commissione nella fase di programmazione della politica economica; ma, oltre a non avere carattere stringente per i paesi membri, non assicurano che la somma delle politiche nazionali sia ottimale per l'Unione nel suo complesso, in termini di stabilizzazione del contesto macroeconomico e/o di sostegno alla crescita.

L'istituzione di un ministro dell'economia consentirebbe di garantire che i "programmi nazionali di riforma" e i "programmi di stabilità e convergenza" dei singoli Stati membri siano in linea con gli obiettivi stabiliti dal PSC e, fino a che non sarà attivata la funzione di stabilizzazione, anche con la politica di bilancio appropriata per l'intera Eurozona, che il ministro stesso attua e contribuisce ad elaborare. A questo scopo al ministro dovrebbe essere affidata la gestione di meccanismi di incentivazione affinché gli Stati membri seguano le indicazioni. Per esempio,

⁶⁹ Su questo punto si veda, per esempio, Fabbrini S. (2013), *Intergovernmentalism and Its Limits. Assessing the European Union's Answer to the Euro Crisis*, *Comparative Political Studies*, 46 (9).

già in fase preventiva l'accesso a risorse per la stabilizzazione o per gli investimenti potrebbe essere condizionato alla stesura di piani di bilancio e di riforma in linea con il PSC e con gli obiettivi di politica economica europea; l'accesso precauzionale di un paese all'assistenza del MES/FME, cioè quello che si attiva prima che la stabilità finanziaria sia in pericolo, potrebbe essere incentivato secondo una logica che premia il rispetto delle regole piuttosto che sanzionarne il mancato rispetto⁷⁰; il servizio di assistenza (tecnica) per le riforme strutturali potrebbe altresì essere attivato secondo lo stesso principio. Accanto ai meccanismi di incentivazione, al ministro potrebbe essere affidato il potere di incidere sui disegni di legge di bilancio nazionali dei paesi membri qualora questi comportino uno scostamento significativo dei risultati dagli obiettivi previsti (si veda al riguardo anche il paragrafo 2.2).

Quale dovrebbe essere il ruolo del ministro con riguardo al "braccio correttivo" del PSC? Ad oggi il meccanismo sanzionatorio del PSC presenta problemi di attuazione. La responsabilità di far applicare i vincoli previsti dal Patto spetta nominalmente alla Commissione. Se quest'ultima individua una violazione raccomanda al Consiglio Ecofin che sia avviata una procedura di infrazione "per deficit eccessivo" (PDE) contro il paese in violazione. È poi sempre il Consiglio che decide se applicare le sanzioni. Nonostante l'introduzione dal 2011 della regola della maggioranza qualificata invertita, per cui ci vuole una maggioranza qualificata che voti contro l'adozione di sanzioni, nessun paese membro è mai stato sanzionato: talune segnalazioni della Commissione sono state ignorate; anche quando, più volte, il Consiglio ha avviato una PDE, l'ha poi successivamente sospesa, ufficialmente a causa delle difficoltà economiche del paese coinvolto. In presenza di innumerevoli e continuativi sforamenti delle regole del PSC, l'assenza di sanzioni riflette la discrezionalità con la quale le regole sono applicate e la genetica inefficacia del metodo intergovernativo, dato che la riluttanza ad applicare sanzioni scaturisce dal fatto che "i giudici di oggi potrebbero essere gli accusati di domani"⁷¹. Tuttavia, come spiegato nel paragrafo 2.2, con l'attivazione di una funzione di stabilizzazione a livello di Eurozona, i paesi membri sarebbero messi nella condizione di riuscire a rispettare i vincoli del PSC e la sorveglianza potrebbe diventare un'attività pressoché automatica, superando dunque il problema della discrezionalità. In prospettiva, si potrebbe pensare di modificare i Trattati per assegnare il potere sanzionatorio, oggi in capo al Consiglio, direttamente al ministro.

d. Rappresentare l'economia dell'Eurozona nei consessi internazionali

Oltre a perseguire l'interesse generale dell'economia dell'Eurozona, il nuovo ministro la rappresenterà a livello mondiale, aumentando il peso politico ed economico dell'Area nel mondo rispetto alla situazione attuale caratterizzata da una rappresentanza frammentata. Oggi, infatti, la zona euro non è rappresentata come entità unica nelle istituzioni finanziarie internazionali, quali il FMI, e la rappresentanza economica dell'UE è separata da quella dell'Eurozona, con ruoli diversi assegnati alla Commissione, alla BCE, al presidente del Consiglio dell'UE e a quello

⁷⁰ Su questo punto, si veda CEPS (2017), *Regroup and Reform. Ideas for a more responsive and effective European Union*, Task Force report.

⁷¹ Anche su questo punto, si veda CEPS (2017).

dell'Eurogruppo. Con l'istituzione del ministro economico europeo, adattando una famosa affermazione attribuita a Henry Kissinger, "chi vorrà parlare con l'Europa di materie economiche saprà chi chiamare".

2.6.3 Aspetti istituzionali: ruoli e legittimità democratica del ministro

Oltre a contribuire all'efficiamento della *governance* economica dell'Eurozona, la nuova figura del ministro degli affari economici europeo dovrebbe concorrere a razionalizzare il sistema istituzionale europeo. A questo duplice scopo è funzionale che il ministro assuma le seguenti cariche esistenti:

- *Commissario agli Affari economici e, di diritto, Vicepresidente della Commissione*: dato il ruolo istituzionale della Commissione come promotrice dell'interesse generale dell'UE, il ministro deriverebbe l'incarico di rappresentante unico, dotato di mandato chiaro, degli interessi economici e di bilancio dell'UE e della zona euro considerate complessivamente, diventando un punto di riferimento sia nel processo decisionale interno all'UE sia nelle relazioni con altri paesi. Come membro della Commissione, inoltre, il ministro deriverebbe legittimazione democratica sovranazionale, in quanto responsabile nei confronti del Parlamento europeo tramite le usuali procedure di nomina.
- *Presidente dell'Eurogruppo*: L'Eurogruppo è un organo informale, in cui i ministri delle finanze degli Stati membri dell'Area discutono delle questioni che rientrano nelle loro responsabilità condivise in merito all'euro. La creazione dell'Eurogruppo è stata approvata nel 1997 dal Consiglio europeo e il suo compito principale è quello di garantire uno stretto coordinamento delle politiche economiche tra gli Stati membri. Cumulando la carica di Presidente dell'Eurogruppo, il ministro europeo contribuirebbe a equilibrare e allineare le posizioni dei ministri nazionali con le priorità comuni perseguite a livello di zona euro e di UE.

Secondo la tabella di marcia indicata dalla Commissione nella comunicazione di dicembre 2017, la figura di ministro economico europeo che cumuli le cariche indicate sopra potrebbe essere creata, a Trattati vigenti, entro il 2020, in due fasi successive:

- la funzione del ministro in quanto Vicepresidente della Commissione potrebbe essere istituita nell'ambito della nomina della nuova Commissione a decorrere dal novembre 2019; nomina che avviene con il coinvolgimento di Parlamento e Consiglio;
- l'Eurogruppo potrebbe poi decidere di eleggere il ministro come suo Presidente per due mandati consecutivi (rispetto all'attuale mandato standard di due anni e mezzo), accettando quindi di allinearne il mandato con quello della Commissione.

Ma la nuova figura sarebbe ministro dell'UE o solo dell'Eurozona? Anche se il nuovo ministro dovrebbe in primo luogo gestire gli strumenti di politica economica dell'Eurozona, sarebbe preferibile che fosse istituito come ministro dell'economia dell'intera Unione Europea. Questa opzione richiederebbe una modifica dei Trattati per dare al ministro anche la carica di Presidente dell'Ecofin, attualmente detenuta dal ministro dell'economia del paese che ha la presidenza di turno del Consiglio dell'UE. In questo modo si seguirebbe la strada già intrapresa con

l'istituzione dell'Alto rappresentante per la politica estera e di sicurezza, che presiede il Consiglio affari esteri ed è anche Vicepresidente della Commissione europea. Questa è una strada, forse più lunga, ma che è efficiente seguire. Il futuro degli Stati appartenenti all'Area euro e di quelli che non vi appartengono è, d'altronde, strettamente interconnesso: la maggiore integrazione e il miglior funzionamento dell'Eurozona apporteranno, infatti, ulteriore stabilità e prosperità a tutta l'UE, assicurando nel contempo che la voce economica dell'Europa risuoni forte sulla scena globale. Disponendo dei nuovi strumenti di bilancio descritti nei paragrafi precedenti, il ministro sarebbe in grado di affrontare alcune delle esigenze specifiche degli Stati membri della zona euro, tenendo conto nel contempo delle esigenze più generali di tutti i paesi UE, quali quelle relative al mercato unico.

2.7 Banche e titoli sovrani: se non si spezza il "doom loop" non si va avanti sulla riforma

a. Molti titoli sovrani domestici nei portafogli bancari

Un progetto di integrazione europea ampio come quello qui descritto incontra difficoltà di ordine politico ed economico. C'è, in particolare, una questione che sta bloccando il processo di riforma dell'Eurozona: l'elevata presenza di titoli di Stato domestici nei bilanci delle banche, che pone una serie di rischi per la stabilità finanziaria. Vari paesi, in primis la Germania, si oppongono a una maggiore condivisione dei rischi prima che si realizzi una riduzione di quelli esistenti (che riguarda anche gli stock di sofferenze nei bilanci bancari, molto elevate in alcuni paesi). Se non si sblocca questo stallo, sarà difficile fare progressi sugli altri temi.

Le banche di tutti i paesi dell'Eurozona detengono una quota delle loro attività in titoli pubblici: in media il 4,9 per cento, pari a 1.510 miliardi di euro (Tabella 2.11). Questa quota, però, è molto differenziata tra paesi: dal 2,1 per cento degli istituti francesi e 3,7 per cento di quelli tedeschi, al 9,9 per cento degli spagnoli e 10,6 per cento degli italiani. Inoltre, la maggior parte dei titoli pubblici che le banche hanno in portafoglio è emessa dal paese di residenza: in media il 72,3 per cento, pari a 1.091 miliardi. Anche qui ci sono grandi differenze: 66,2 per cento in Germania, 79,6 per cento in Spagna, 83,6 per cento in Francia e 88,3 per cento in Italia.

Come combinazione di queste due quote, le banche italiane sono quelle che hanno più titoli pubblici domestici nell'attivo: 348 miliardi, pari al 18,0 per cento di quelli in circolazione e al 20,3 per cento del PIL⁷². Le banche spagnole presentano una concentrazione simile (21,1 per cento e 18,1 per cento). Tali valori sono molto più bassi in Germania (12,0 per cento e 5,8 per cento) e in Francia (8,1 per cento e 6,8 per cento).

Se, attraverso nuove regole, si inducessero le banche di un paese dell'Eurozona a vendere una parte consistente dei titoli domestici in portafoglio, verrebbe a mancare una significativa fonte di domanda per tali bond. Questo potrebbe far crollare le quotazioni di tali titoli e impennare

⁷² Va detto che gli istituti italiani stanno già gradualmente riducendo, in misura significativa ma ancora insufficiente, il loro stock di titoli sovrani domestici: -88 miliardi nel marzo 2018 dal picco di 434 miliardi toccato nel febbraio 2015. La quota sul totale dell'attivo si è ridotta di 1,4 punti percentuali (dati Banca d'Italia). Tale periodo coincide con quello degli acquisti BCE di titoli pubblici emessi in Eurolandia (QE).

i rendimenti sul mercato, creando difficoltà al finanziamento pubblico del paese. Ciò spiega l'opposizione di vari Stati membri (Italia, Spagna) a questo tipo di misure di *risk reduction* sui portafogli bancari. Che invece altri paesi (Germania) giudicano indispensabili per procedere sul *risk sharing*, ad esempio con l'assicurazione comune dei depositi.

Tabella 2.11

Quanti titoli sovrani ci sono nei bilanci delle banche dell'Eurozona? (Stock di fine periodo, febbraio 2018; PIL 2017, a prezzi correnti)									
	Titoli sovrani detenuti da banche	Quota dei titoli sovrani su asset	Titoli sovrani domestici detenuti da banche	Titoli sovrani di altri paesi detenuti da banche	Quota dei titoli sovrani domestici	Stock totale di titoli sovrani domestici	Quota detenuta da banche	Stock totale titoli sovrani su PIL	Titoli sovrani detenuti da banche su PIL
	Mld €	%	Mld €	Mld €	%	Mld €	%	%	%
Slovenia	5	13,2	4	2	66,0	30	11,8	68,3	8,1
Portogallo	48	12,3	35	13	73,4	163	21,8	84,2	18,3
Slovacchia	9	10,9	8	1	90,6	37	20,6	44,0	9,1
Italia	394	10,6	348	46	88,3	1.931	18,0	112,4	20,3
Spagna	265	9,9	211	54	79,6	1.002	21,1	86,1	18,1
Belgio	60	5,9	39	22	64,0	401	9,6	91,5	8,8
Irlanda	57	5,5	17	40	29,3	137	12,2	46,2	5,6
Malta	3	5,4	2	1	64,0	5	30,1	47,8	14,4
Austria	44	5,2	27	16	62,6	257	10,7	69,6	7,4
Grecia	15	5,0	12	3	81,3	68	17,8	38,5	6,9
Lituania	1	4,7	1	0	92,3	13	9,1	31,6	2,9
Lussemburgo	45	4,4	1	44	2,9	8	15,8	14,9	2,3
Lettonia	1	4,0	1	0	63,6	8	9,1	28,5	2,6
Cipro	3	3,9	3	0	87,1	7	38,1	36,9	14,1
Germania	288	3,7	191	98	66,2	1.595	12,0	48,9	5,8
Paesi Bassi	77	3,1	34	43	44,3	321	10,6	43,7	4,6
Francia	185	2,1	155	30	83,6	1.908	8,1	83,4	6,8
Finlandia	10	2,0	4	6	39,6	110	3,5	49,0	1,7
Estonia	0	1,6	0	0	25,0	0	68,0	0,6	0,4
Eurozona	1.510	4,9	1.091	419	72,3	8.001	13,6	71,6	9,8

Paesi ordinati in senso decrescente sulla quota dei titoli sovrani sugli asset totali.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Eurostat.

Un modo per ridurre la concentrazione dei portafogli bancari, senza generare impatti negativi sul finanziamento del debito pubblico, è indurre una maggiore diversificazione verso i titoli sovrani non domestici. Lo stock di titoli sovrani di un paese complessivamente in mano alle banche dell'Area rimarrebbe invariato, modificandosi solo la nazionalità del detentore.

Ad esempio, inducendo le banche dei paesi dell'Eurozona a detenere il 50 per cento dei loro stock di titoli pubblici in bond domestici e il restante 50 per cento in bond degli altri 18 paesi, si movimenterebbero titoli per 413 miliardi. Le banche di molti paesi dovrebbero cedere titoli so-

vrani domestici, quelle di altri dovrebbero comprarne. Gran parte dei titoli scambiati sarebbero italiani (151 miliardi) e verrebbero acquistati da istituti di 13 paesi, in maggioranza spagnoli, francesi e tedeschi. Le banche italiane, a loro volta, comprerebbero titoli pubblici emessi da tali paesi, per lo più dai tre più grandi, per un valore complessivo di 151 miliardi (Tabella 2.12).

Questa diversificazione effettuata a parità di stock di titoli determina, comunque, un impatto sui rendimenti incassati dalle banche dei singoli paesi, quindi non è indifferente in termini di conto economico. Cambia, infatti, la combinazione rischio-rendimento, per cui alcuni sistemi bancari avrebbero un sostegno alla redditività, ma al costo di avere in bilancio titoli sovrani “meno sicuri”.

Perciò, bisogna trovare il modo per far sì che le banche di Eurolandia scelgano effettivamente di detenere portafogli di titoli sovrani più diversificati, evitando però di imporre limiti e/o vincoli⁷³.

b. Un titolo europeo “sintetico” per la diversificazione dei portafogli bancari

Un risultato importante in termini di diversificazione dei portafogli bancari, senza far venire meno la domanda di titoli domestici, si può ottenere immettendo sul mercato un nuovo titolo europeo “sintetico”, come gli *European Safe Bonds* (ESB), che gli istituti potrebbero acquistare, gradualmente, invece dei titoli emessi dai singoli Stati.

L’idea di un titolo europeo sintetico, consistente in una cartolarizzazione dei titoli sovrani nazionali in *tranche senior* e *junior*, è stata formulata nel settembre 2011 dal gruppo *Euro-nomics* di Marco Pagano, Markus Brunnermeier e altri, per rompere il nesso tra debito bancario e sovrano. Non si tratta di Eurobond: non c’è emissione ex-novo di titoli sovranazionali. Nel 2016 la pro-

Tabella 2.12

Diversificazione dei portafogli bancari di titoli sovrani				
	quota %	mld €	quota %	mld €
	Titoli sovrani domestici		Titoli sovrani di altri paesi	
Lituania	-42,3	-1	42,3	1
Slovacchia	-40,6	-3	40,6	3
Italia	-38,3	-151	38,3	151
Cipro	-37,1	-1	37,1	1
Francia	-33,6	-62	33,6	62
Grecia	-31,3	-5	31,3	5
Spagna	-29,6	-79	29,6	79
Portogallo	-23,4	-11	23,4	11
Germania	-16,2	-47	16,2	47
Slovenia	-16,0	-1	16,0	1
Belgio	-14,0	-8	14,0	8
Malta	-14,0	0	18,0	0
Lettonia	-13,6	0	13,6	0
Austria	-12,6	-6	12,6	6
Paesi Bassi	5,7	4	-5,7	-4
Finlandia	10,4	1	-10,4	-1
Irlanda	20,7	12	-20,5	-12
Estonia	25,0	0	-25,0	0
Lussemburgo	47,1	21	-47,1	-21
Eurozona	50,0		50,0	
Cessioni/acquisti		-375		375
Cessioni/acquisti (no Ita)		-224		224
Acquisti/cessioni (no Ita)		39		-39

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

⁷³ Una possibilità sostenuta ad esempio da Bini Smaghi è che la diversificazione dei portafogli bancari venga perseguita non attraverso regole stringenti per tutti gli istituti inserite in Basilea 3 (cosiddetto “primo pilastro”), ma con un approccio banca-per-banca affidato all’azione della vigilanza BCE (SREP, “secondo pilastro”).

posta è approdata all'*European Systemic Risk Board*, che ha aperto una consultazione pubblica nella quale tali titoli vengono definiti *Sovereign Bond-backed Securities (SBS)*⁷⁴.

Gli ESB/SBS sono stati poi ripresi dalla Commissione europea nelle sue proposte del 2017. Di recente, maggio 2018, la Commissione ha poi presentato una proposta legislativa dettagliata sugli SBS, che ricalca a grandi linee il progetto di titoli sintetici elaborato nel dibattito degli ultimi anni.

Questi titoli funzionerebbero così: un'istituzione europea dotata di un capitale iniziale (il MES/FME o una nuova agenzia del debito), oppure organismi privati appositamente creati (secondo la Commissione), acquista una larga fetta dei titoli sovrani emessi dai vari paesi membri; in parallelo, inizia ad emettere titoli europei che hanno quei bond nazionali come sottostante; i titoli europei sono divisi in *senior*, cioè *safe assets* (70 per cento dei nuovi titoli, ESB) e *junior*, rischiosi (30 per cento, EJB), che sopportano le eventuali perdite⁷⁵. Le cedole dei titoli nazionali, incassate da questa istituzione, vengono utilizzate per pagare le cedole dei bond europei, prima gli ESB e poi gli EJB, in un flusso continuo di entrate, uscite e nuove emissioni. Intanto, bisogna indurre gradualmente le banche a comprare prevalentemente titoli *senior* europei, invece di quelli nazionali; altri investitori, ad esempio gli *hedge fund*, devono comprare i titoli *junior*⁷⁶.

Con gli ESB, i titoli sovrani restano emessi dai governi nazionali, rendendo meno complicato politicamente arrivare a una loro emissione. Inoltre, siccome una parte dei titoli nazionali resta sul mercato, rimangono gli incentivi dei singoli paesi a tenere sotto controllo la finanza pubblica.

Su quale ordine di grandezza le banche dovrebbero sostituire titoli sovrani domestici con ESB? Vari analisti (ad esempio Stefano Micossi) ritengono che per avere effetti positivi la sostituzione deve essere massiccia⁷⁷. La dimensione ipotizzata nelle stime di Brunnermeier, Pagano et al è significativa: *safe asset* per 5.100 miliardi con gli ESB, rispetto ai 2.400 miliardi di titoli AAA in circolazione oggi⁷⁸.

L'attuazione pratica degli ESB, anche sotto altri aspetti, non è facile. Bisogna versare un capitale iniziale dell'istituzione incaricata, ripartito tra i paesi dell'Eurozona (a meno che non si utilizzi il MES/FME); definire le quote dei titoli nazionali da comprare, per i singoli paesi; eventual-

⁷⁴ Brunnermeier M. K. et AL. (2016), *ESBies: Safety in the tranches*, Working Paper Series n. 21, European Systemic Risk Board.

⁷⁵ Messori e Micossi fanno una proposta simile agli ESB, ma distinta: un titolo ABS non diviso in *tranche*. Si veda Messori M., Micossi S. (2018), *Counterproductive Proposals on Euro Area Reform by French and German Economists*, *Luiss Policy Brief*.

⁷⁶ Nelle versioni più recenti della proposta di SBS, le *tranche* sono tre: 70 per cento la parte *senior*, 20 per cento la *mezzanina*, 10 per cento la *junior*. Trovare gli investitori per la parte *junior* resta la maggiore sfida di queste proposte.

⁷⁷ Si veda Merler S. (2018), op.cit.

⁷⁸ Brunnermeier M. K. et AL. (2016), op. cit.

mente disegnare nuove regole per le banche per incentivare l'acquisto degli ESB; creare un abile board di gestori per questa istituzione, in grado di sincronizzare i flussi di cassa⁷⁹.

Alcuni economisti, governi nazionali e anche istituzioni europee hanno in mente soluzioni differenti dagli ESB/SBS per la questione dei portafogli bancari di titoli sovrani. L'approccio del Parlamento europeo (novembre 2017), per esempio, è diverso da quello favorevole della Commissione: non è né contrario né favorevole a tale titolo europeo, ma preferisce la strada, ritenuta più facile, dell'introduzione di una *concentration charge* sui titoli sovrani nazionali detenuti dalle banche⁸⁰. Altri combinano le due idee, come i 14 economisti franco-tedeschi, proponendo che gli ESB siano introdotti insieme alla *concentration charge*, per evitare il problema di un brusco crollo della domanda dei titoli sovrani di alcuni paesi, che le banche dovrebbero cedere⁸¹.

⁷⁹ Che il titolo sintetico ESB possa anche essere messo a punto dai mercati privati era stato già sostenuto, prima della Commissione, dai 14 economisti di Francia e Germania (Benassy-Quere A. et al., 2018).

⁸⁰ Véron N., *Sovereign Concentration Charges: A New Regime for Banks' Sovereign Exposures*, European Parliament, novembre 2017.

⁸¹ Ciò peraltro significa che questo gruppo di economisti franco-tedeschi fa un passo nella direzione da noi ritenuta corretta, quella della creazione di un bond europeo, sebbene solo "sintetico".

Scheda: posizioni degli Stati membri sul rafforzamento dell'Unione Economica e Monetaria	
Francia	<p>Si a un ministro, un budget e un Parlamento dell'Eurozona.</p> <p>Si a un Fondo monetario europeo.</p> <p>Si all'istituzione di un meccanismo di stabilizzazione macroeconomica nella forma di un Fondo europeo per gli investimenti.</p> <p>Si al completamento dell'Unione bancaria, con EDIS e backstop per Fondo di risoluzione unico.</p>
Germania	<p>No a Eurobond, a un ministro, un budget e un Parlamento dell'Eurozona.</p> <p>Si a un Fondo monetario europeo ma ad alcune condizioni. Nella visione dell'ex ministro Schäuble il Fondo dovrebbe prevenire le crisi monitorando i rischi dei paesi della zona euro. Per il gruppo CDU/CSU del <i>Bundestag</i> il FME deve restare strumento intergovernativo e indipendente, con il mandato di ristrutturare i debiti nazionali. La Cancelliera Merkel ha mantenuto un atteggiamento prudente sulla proposta.</p> <p>No al completamento dell'Unione bancaria, fino all'ulteriore riduzione dei rischi nel settore.</p>
8 Paesi nordici	<p>No a Eurobond, a un ministro, un budget e un Parlamento dell'eurozona.</p> <p>Si a un Fondo monetario europeo, ma con maggiori responsabilità per lo sviluppo e il monitoraggio dei programmi di assistenza finanziaria e con la possibilità di istituire un quadro rafforzato per la ristrutturazione del debito sovrano in caso di livelli insostenibili di debito.</p> <p>No al completamento dell'Unione bancaria, fino all'ulteriore riduzione dei rischi nel settore.</p>
Spagna (Governo Rajoy)	<p>No a Eurobond (che erano stati il cavallo di battaglia di Madrid fin dal 2015), a un ministro, un budget e un Parlamento dell'Eurozona.</p> <p>Si al rafforzamento del ruolo del MES e, nel lungo periodo, possibilità di integrarlo nel quadro istituzionale europeo, ma non si prevede un FME.</p> <p>Si all'istituzione di una funzione di stabilizzazione macroeconomica, complementare agli stabilizzatori automatici nazionali.</p> <p>Si al completamento dell'Unione bancaria, a patto che si prosegua con la riduzione dei rischi nel settore.</p>

BOX n. 7 - La nascita del debito federale USA. Quali lezioni per l'Eurozona oggi?

Il dibattito sull'architettura finanziaria dell'Eurozona presenta molte analogie con quello che accompagnò la costruzione degli Stati Uniti d'America, in base alla Costituzione del 1788. Infatti, nonostante l'enorme distanza storica, i due avvenimenti hanno comuni motivazioni economiche e politiche.

In entrambi i casi, la necessità di un nuovo assetto politico-istituzionale è nata da una crisi del debito pubblico: del primo nucleo di stati americani nel decennio 1780 e dei paesi europei nel 2010-2012. I padri fondatori degli Stati Uniti si sono posti, per primi, il problema di costruire un solido sistema finanziario su scala continentale. Gettando le basi di un'operazione di grande successo: nei secoli successivi i titoli pubblici americani hanno guadagnato lo status di attività finanziaria sicura per eccellenza.

Quali lezioni si possono trarre dalla nascita degli Stati Uniti? Almeno cinque, valide ancora oggi¹:

1) Titoli pubblici sicuri e liquidi sono alla base di un mercato monetario ben funzionante e resiliente alle crisi. Il primo passo del Segretario del neonato Dipartimento del Tesoro americano, Alexander Hamilton, fu di presentare al Congresso il *Report on Public Credit*, nel gennaio 1790: un piano dettagliato di emissione di nuovi titoli di debito federale, che erano ancora denominati in dollari spagnoli. Solo in seguito, con il *Report on the Establishment of a National Bank* del dicembre 1790, Hamilton affrontò il problema di una banca centrale in grado di emettere moneta.

2) Il governo federale deve acquisire subito una buona reputazione di creditore. Hamilton decise di onorare il debito accumulato in precedenza, per finanziare la Guerra di Indipendenza del 1775-1783, sia dallo stato federale sia dai singoli stati americani. Le attese del mercato, invece, puntavano a un default: i titoli erano scambiati intorno al 20 per cento del loro valore nominale. I nuovi bond del governo federale, emessi in cambio di quelli vecchi, guadagnarono in breve tempo la fiducia degli investitori, nazionali ed esteri, raggiungendo un prezzo pari al valore nominale già alla fine del 1791². Il fatto che i titoli pubblici federali fossero accettati come collaterale sicuro dalle banche permise di scongiurare l'emergere di una crisi finanziaria già nel 1792.

3) Il valore del debito pubblico è sostenuto dalla disponibilità di entrate fiscali. Perché i nuovi titoli federali furono considerati un'attività sicura? Perché la Costituzione degli Stati Uniti del 1788 dava al governo centrale il potere di imporre direttamente le tasse, mentre i precedenti Articoli della Confederazione del 1781 richiedevano il consenso unanime di tutti gli stati. Peraltro, le entrate fiscali federali, che derivavano sostanzialmente da dazi alle im-

¹ Si vedano Sargent T. (2012), Nobel Lecture: United States Then, Europe Now, *Journal of Political Economy* 120, n. 1 e Gaspar V. (2014), The Making of a Continental Financial System: Lessons for Europe from Early American History, *IMF Working Paper*, 14 (183).

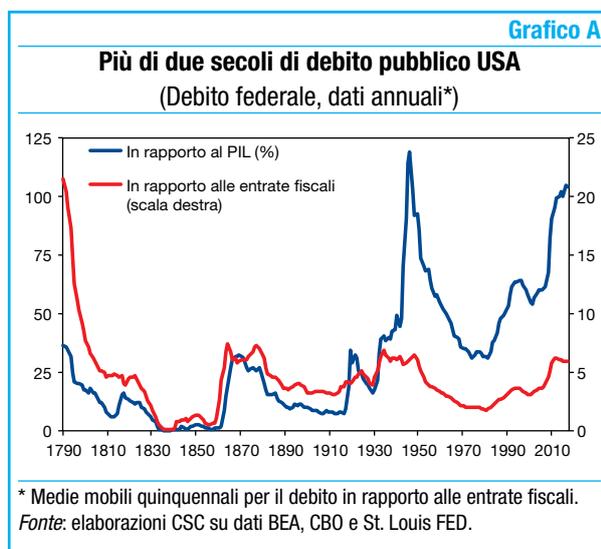
² Si veda Garber P. (1991), Alexander Hamilton's Market Based Debt Reduction Plan, *NBER Working Paper* n. 3597.

portazioni, erano molto esigue, nell'ordine del 2 per cento del PIL; circa 20 volte inferiori rispetto al debito accumulato nel 1790, vicino al 40 per cento del PIL. Anche grazie ai bassi tassi di interesse pagati, l'esposizione degli Stati Uniti diminuì velocemente nel decennio successivo e il rapporto tra debito ed entrate fiscali scese intorno a 6, sostanzialmente pari al livello attuale (Grafico A).

4) L'indebitamento dei singoli stati deve essere correttamente disciplinato. Dopo la nazionalizzazione dei debiti

degli stati americani nel 1790, molti di essi accumularono ampi deficit per finanziare opere pubbliche, anche grazie all'aspettativa degli investitori di una implicita garanzia federale. Tuttavia, quando la necessità di un *bail-out* si concretizzò, intorno al 1840, il governo federale decise di non accollarsi il debito e alcuni stati andarono in default. Fu una scelta costosa, perché generò per alcuni anni una sfiducia internazionale per il debito americano, compreso quello federale. Ma necessaria a riallineare gli incentivi: in seguito a questo episodio, più della metà degli stati USA inserì nella costituzione l'obbligo del pareggio di bilancio annuale.

5) La reputazione di buon creditore deve essere alimentata nel tempo. Oltre al caso precedente, nei primi cento anni di vita gli Stati Uniti affrontarono altre crisi finanziarie, spesso connesse a episodi bellici: la guerra con l'Inghilterra nel 1812-1815 e la guerra civile nel 1861-1865. In queste occasioni, il debito pubblico crebbe rapidamente e il valore dei titoli scese per il timore di un possibile default. Le scelte delle varie amministrazioni USA, però, rimasero sempre coerenti con il principio di onorare completamente il debito. Ciò permise ai bond americani di essere infine considerati "*as good as gold*"³.



³ Si veda Hall G., Sargent T., Fiscal Prioritisation: Lessons from Three Wars, VOX, 19 maggio 2013.

BOX n. 8 - Italia coprotagonista in Europa

Negli ultimi anni, due sono le visioni che, tra gli Stati membri, si sono delineate nel dibattito sul futuro dell'Unione europea: la prima è quella rappresentata dai governi di centro ed est Europa a trazione sovranista, mentre la seconda è quella dei governi europeisti a favore del processo d'integrazione. All'interno di quest'ultima, tuttavia, gli Stati membri non hanno una visione univoca sul concetto di integrazione, che spesso viene interpretato in modo differente, così come differenti sono le posizioni sul tipo di delega che questi paesi sono pronti ad affidare alle Istituzioni europee.

A ciò si aggiunge, da un lato, l'imminente rinnovo delle istituzioni UE previsto per il 2019 - maggio per il Parlamento e novembre per la Commissione - e, dall'altro, un'agenda europea fitta di dossier la cui definizione è di fondamentale importanza per il futuro dell'Europa: dalla riforma dell'Unione economica e monetaria, al completamento dell'Unione bancaria, fino alla Brexit, passando per la definizione del nuovo Quadro Finanziario Pluriennale che disciplinerà il bilancio post-2020. Su questi cantieri aperti, gli Stati membri e le Istituzioni europee saranno impegnati, nei prossimi mesi, a cercare di superare stalli e a individuare soluzioni politiche e pratiche per progredire verso una nuova fase della politica europea.

In un contesto, quindi, in cui l'asse del potere a Bruxelles si sta sempre più assestando su una predominanza del metodo intergovernativo rispetto a quello comunitario, in Italia occorre portare avanti modelli organizzativi e metodi di lavoro più efficaci, per dotarsi degli strumenti necessari per contare di più e meglio e per garantire, soprattutto da parte di chi è chiamato a rappresentare a livello istituzionale il Paese in sede europea, una presenza costante, informata e assertiva.

A tal fine, serve un'azione finalizzata a rendere l'Italia più forte in Europa, ad avere maggior peso nel processo decisionale e che le consenta di interagire in maniera più strutturata con gli Stati membri e le Istituzioni UE.

Per questo occorre:

- Garantire un maggiore coordinamento a livello politico, ministeriale e tecnico per la definizione degli interessi prioritari del Paese in sede UE: una possibile strada da seguire in questo senso è favorire l'attribuzione all'attuale Coordinamento Interministeriale per gli Affari Europei (CIAE) di funzioni di vero e proprio servizio giuridico unico, incaricato, tra l'altro, di verificare ex ante la conformità dei provvedimenti normativi di recepimento delle direttive e dei regolamenti europei per evitare le infrazioni e il loro impatto sulle casse dello Stato.
- Assicurare una presenza del Paese più coerente e strutturata a livello politico e tecnico in sede UE: intervenire per rafforzare e rendere la presenza politica e tecnica a Bruxelles (Consigli, Gruppi di Lavoro, riunioni informali, ecc.) costante e capace di attivare efficaci meccanismi di coordinamento e cooperazione con i rappresentanti del sistema produttivo

del Paese, in modo da rappresentare con continuità e ad alto livello gli interessi italiani; allo stesso tempo, occorre sostenere una politica del personale programmata, seria e dinamica, fondata su criteri di valutazione e di opportunità misurabili, portata avanti in modo coordinato e univoco dal Sistema Paese.

- Definire una nuova legge per le elezioni europee, per assicurare continuità al lavoro svolto dagli eurodeputati: prendere in considerazione l'opzione delle liste bloccate, per offrire agli eletti la possibilità di garantire una presenza assidua e qualificata a Bruxelles e a Strasburgo. L'attuale combinato disposto di preferenze e collegi grandi si ripercuote negativamente nella performance e nella presenza degli eurodeputati eletti, che sono spesso costretti a scegliere se trascurare il collegio per seguire attentamente ed efficacemente i dossier tra Bruxelles e Strasburgo o trascurare i lavori delle commissioni parlamentari per coltivare il proprio collegio. Un sistema di liste bloccate, sul modello tedesco, faciliterebbe una presenza stabile per rappresentare, promuovere e difendere gli interessi italiani.

Finito di stampare nel giugno 2018
Impaginazione: D.effe comunicazione - Roma
Stampa: Imprinting s.r.l. - Pomezia (RM)