



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore

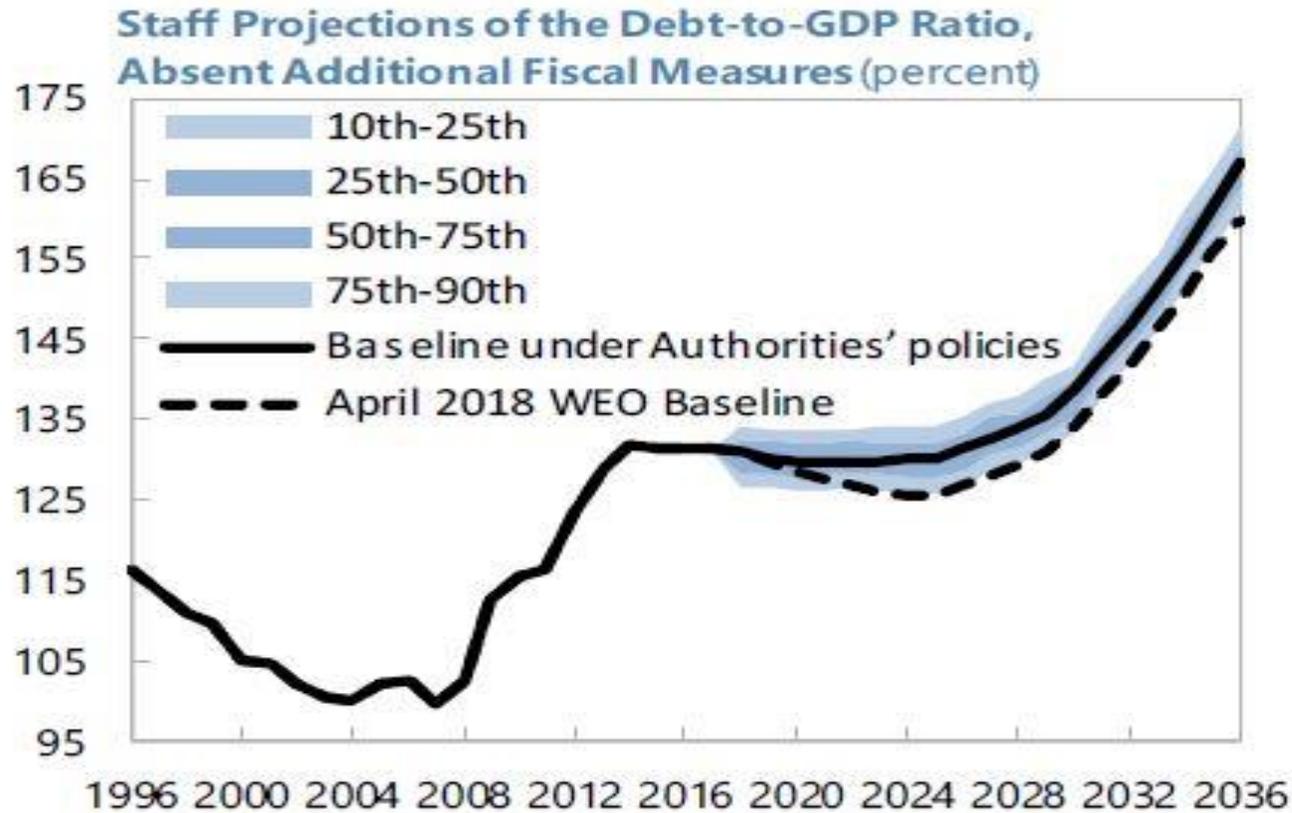
Osservatorio CPI  
| Osservatorio conti pubblici italiani

# Le sfide economiche del nuovo governo e l'Europa

Giampaolo Galli

<https://osservatoriocpi.unicatt.it>

- La Commissione Von der Leyen ha un programma molto europeista (Capital Union, Defence Union, European Border Agency), progressista (sostenibilità sociale e ambientale, fair taxes, investimenti per 1.000 mld,) e propone riforme utili per noi (riassicurazione per la disoccupazione, riforma di Dublino). La politica della Bce ci sta aiutando moltissimo.
- Ma non facciamoci illusioni: il Patto di Stabilità non diventerà più morbido.
- Soprattutto, rimane la grande paura (**non immotivata**) dei paesi del Nord che l'Italia non ce la faccia e sia costretta a **ristrutturare il debito pubblico**.
- Questa sfiducia ha ispirato la **vera riforma della governance dell'Eurozona che quella dell'ESM** (in italiano MES, Meccanismo Europeo di Stabilità), un'istituzione intergovernativa, esterna al perimetro dei trattati.
- La riforma dell'ESM dovrebbe essere approvata a dicembre. C'è ancora spazio per miglioramenti.



Per FMI, il debito si stabilizza nei prossimi anni, ma poi sale rapidamente e arriva al 140% nel 2030 e 165% 2036.

FMI sottolinea che le ipotesi sottostanti la proiezione sono molto prudenti:

- Crescita Pil reale: media 0.7% annuo. Tassi di crescita maggiori della media degli ultimi due decenni.
- Surplus primario a 1% del Pil nel 2018-2023. Poi peggiora per proiezioni pensionistiche molto preoccupanti nonostante la riforma Fornero (nuove proiezioni demografiche e su produttività).
- Tasso di interesse nominale al 3%, a regime verso il 5% (3,5% reale).

La prudenza della baseline induce FMI a sottolineare i rischi.

- Una politica più espansiva (taglio delle tasse o aumento della spesa, anche per investimenti) è un rischio concreto.
- Shocks anche moderati potrebbero determinare una evoluzione molto peggiore.
  1. Es: recessione nel 2020-2021(-1,5%) → il debito sale rapidamente al 152%.
  2. Es. spread che risale di 200 pb → debito al 140% del Pil nel 2023.
  3. Es: banche.....ecc

# L'avanzo primario che è necessario

## Debt Stabilizing Primary Balance

(At 131 percent of GDP)

### Real GDP growth rate

(in percent)

		0.0	0.5	1.0	1.5
Real interest rate (in percent)	2.5	<b>3.3</b>	2.7	2.0	1.3
	3.0	3.9	<b>3.3</b>	2.7	2.0
	3.5	4.5	3.9	<b>3.3</b>	2.6
	4.0	5.1	4.5	3.9	<b>3.3</b>

- Per essere tranquilli ci vuole il 4% (come per Banca d'Italia).
- Salvo riuscire ad aumentare molto il **tasso di crescita del Pil** - posto che la bassa crescita è il principale motivo dell'aumento del debito/Pil.
- Per la crescita → misure come quelle attuate prima del 2018 (+ maggiore attenzione ad ambiente e povertà).

# La Commissione Europea non crede agli impegni dell'Italia

1. General Government Gross Debt projections under baseline, alternative scenarios and sensitivity tests														
IT - Debt projections baseline scenario	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Gross debt ratio	131.4	131.2	131.1	131.0	131.1	131.9	132.8	133.9	134.9	136.2	137.9	140.3	143.2	146.5
Changes in the ratio (-1+2+3) of which	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.7	1.0	1.1	1.0	1.3	1.8	2.3	2.9	3.3
(1) Primary balance (1.1+1.2+1.3)	1.4	1.4	1.7	1.0	0.8	0.6	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
(1.1) Structural primary balance (1.1.1-1.1.2+1.1.3)	2.4	2.0	1.8	0.9	0.4	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
(1.1.1) Structural primary balance (bef. CoA)	2.4	2.0	1.8	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(1.1.2) Cost of ageing						0.1	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4
(1.1.3) Others (taxes and property incomes)						0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
(1.2) Cyclical component	-1.2	-0.5	-0.2	0.2	0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(1.3) One-off and other temporary measures	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(2) Snowball effect (2.1+2.2+2.3+2.4)	1.0	1.1	0.5	0.7	0.4	1.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.5	1.9	2.3	2.6
(2.1) Interest expenditure	3.9	3.8	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.6	4.8	5.2	5.5	5.8
(2.2) Growth effect	-1.5	-2.0	-1.5	-1.5	-1.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
(2.3) Inflation effect	-1.5	-0.7	-1.6	-1.7	-1.8	-2.1	-2.3	-2.6	-2.6	-2.6	-2.7	-2.7	-2.8	-2.8
(2.4) Exchange rate effect linked to the interest rate	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(3) Stock-flow adjustments	0.2	0.2	1.1	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(3.1) Base	0.2	0.2	1.1	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(3.2) Adjustment due to the exchange rate effect	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Commissione Europea : 140% nel 2027 nella baseline di luglio.

È la prima volta che UE non crede che l'Italia abbia intenzione di preoccuparsi del debito. Dobbiamo convincerli che non sarà così.

# Il debito pubblico: è sostenibile? (1/4)

- E' possibile tenere il primario al 4% o in prossimità per molti anni?
- Studiosi e istituzioni molto autorevoli pensano di no (Eichegreen e Panizza, 2016) e quindi pensano che la ristrutturazione sia inevitabile: *" The estimates do not provide much encouragement for the view that a country like Italy will be able to run a primary budget surplus as large and persistent as officially projected "*.
- Idem IMF (2016); scuole di economisti e giuristi internazionali ragionano sulla ristrutturazione del debito Italiano.
- Alcuni pensano che sia un'ottima idea, con costi modesti: *"Italy can obtain meaningful debt relief through a maturity extension. This would enable Italy to lock in low coupon rates for maintaining interest payments, while buying it time to improve its fiscal health before principal matures"*. (Cervantes E. et al. *Reprofiling Today for a Sustainable Tomorrow: A Unilateral Italian Debt Restructuring*, April 12, 2019 , Duke Un.)

- La ristrutturazione è uno scenario molto grave. E' il default del paese. Colpisce i risparmi, ma anche l'occupazione e i redditi. Soprattutto quelli delle **fasce più deboli della popolazione**, che non hanno modo di tutelarsi (es. portando i soldi all'estero).
- Renderebbe insostenibile il nostro sistema di **welfare**.
- Per contrastare queste convinzioni, paper Cottarelli, Galli et al.(2018):

# Il debito pubblico: è sostenibile? (3/4)

## 11 episodi di riduzione del debito pubblico tramite aggiustamento fiscale ortodosso

Country	Period <sup>1</sup>		Number of years	Initial public debt	Final public debt	Public debt variation	Annual average public debt variation	Average primary surplus	Average contribution of i-g and other components <sup>2</sup>	Average real GDP growth rate	Average interest rate on public debt
Ireland	1987	2006	19	109.4	23.6	-85.8	-4.5	3.8	-0.7	6.5	4.2
New Zealand	1992	2007	15	64.6	14.5	-50.1	-3.3	4.5	1.1	3.5	2.5
Belgium	1993	2007	14	134.4	87.0	-47.4	-3.4	4.9	1.5	2.4	6.4
Denmark	1993	2007	14	80.5	27.3	-53.2	-3.8	4.4	0.6	2.4	3.8
Netherlands	1993	2007	14	74.8	43.0	-31.9	-2.3	2.1	-0.2	2.9	3.7
Norway	1993	1998	5	52.4	22.8	-29.6	-5.9	6.3	0.4	4.5	2.5
Finland	1994	2008	14	56.1	32.7	-23.5	-1.7	4.6	2.9	3.7	2.6
Iceland	1995	2005	10	58.2	24.5	-33.7	-3.4	2.7	-0.6	5.1	3.1
Canada	1996	2007	11	100.6	66.8	-33.7	-3.1	3.4	0.4	3.3	6.1
Spain	1996	2007	11	65.6	35.6	-30.0	-2.7	2.2	-0.5	3.8	2.8
Sweden	1996	2008	12	70.2	37.7	-32.4	-2.7	3.7	1.0	3.2	2.8
<i>Average</i>			12.6	78.8	37.8	-41.0	-3.3	3.9	0.5	3.8	3.7

<sup>1</sup> The period starts when the maximum debt-to-GDP ratio is reached and it ends in the last year of public debt reduction.

<sup>2</sup> "i-g and other components" is computed as the difference between the annual average reduction in the debt-to-GDP ratio and the primary balance.

All the data are expressed as percent of GDP, except for the number of years in public debt reduction periods.

- In questi 11 casi (anni '90), avanzo primario medio di 3,9% per oltre 12 anni in media. E migliorato di 3,8% nel triennio dopo l'inizio dell'aggiustamento rispetto ai tre anni precedenti.
- La riduzione media del rapporto debito/Pil fu considerevole (-41 punti percentuali, da un minimo di -23,5 pp in Finlandia a un massimo di -85,8 pp in Irlanda).
- La crescita si mantenne elevata (3,8%), dunque l'austerità non ebbe effetti 'devastanti'. Naturalmente si può discutere se con una crescita più bassa l'aggiustamento sarebbe stato possibile. Noi argomentiamo che la crescita ha aiutato, ma non è stato il fattore cruciale.

Nella maggior parte dei casi, il fattore cruciale fu il taglio della spesa, ma in molti casi l'aumento delle tasse fu rilevante.

- Sulla base di questi dati costruiamo un ragionamento per dire che il debito è sostenibile (posto che si facciano le politiche giuste).
- C'è anche un ragionamento in negativo. In Grecia, la ristrutturazione del 2012 ebbe un effetto modesto sul debito/pil (dal 172% del 2011 al 160 del 2012. Già nel 2013 superò il livello del 2011). Perché:
  1. La ristrutturazione ha effetti recessivi → è una tassa sulla ricchezza; crea sfiducia nel paese per cui anche le imprese sono tagliate fuori dal mercato; crea un credit crunch via banche.
  2. Non si possono far fallire banche e assicurazioni (fondi pensione) il che obbliga a indebitarsi con FMI o ESM per ricapitalizzarle.
  3. Non elimina la necessità di avere un avanzo primario, ma rende più difficile conseguirlo.

- Nel caso dell'Italia solo il 30% del debito è all'estero, mentre in Grecia era il 70% → effetti economici e sociali peggiori
- Per le dimensioni dell'Italia, gli effetti contagio sarebbero molto problematici per tutta l'Eurozona e non solo.

# La riforma dell'ESM (1/2)

- U. von der Leyen ha esposto un ottimo programma.
- Ma ...nulla sulla governance dell'eurozona perché tutto era stato già deciso a giugno dal Eurosummit (un organo non previsto dai Trattati e che sfugge al controllo del PE) affidando i compiti più delicati all'ESM (MES = Meccanismo Europeo di Stabilità).
- **Il cuore economico dell'Eurozona sta nell'ESM, oltre a BCE, più che nella Commissione.**

# La riforma dell'ESM (2/2)

I punti chiave da aver presenti sono:

- ESM non è un organo dell'UE. È definito da un Trattato diverso (Fiscal Compact) e ha una governance intergovernativa.
- La riforma dell'ESM è già scritta; c'è il testo di un nuovo trattato che dovrebbe essere approvato a dicembre.
- **Viene così archiviata la proposta della Commissione Juncker, di incorporare il ESM nel sistema istituzionale previsto dai trattati (Fondo monetario Europeo).**

- Istituito il backstop al Fondo di risoluzione unico delle banche. Bene, ma avrebbe dovuto essere attribuita a un'istituzione comunitaria.
- Nel nuovo Trattato (par. 5 preambolo) la “condizionalità” rimane underlying principle del Trattato ESM anche perché, a differenza della Commissione europea, “the ESM performs its analysis and assessment from the **perspective of a lender**”.
- Secondo l'articolo 3, al ESM viene assegnato il compito di valutare la sostenibilità dei debiti pubblici dei paesi dell'eurozona. Il linguaggio è cauto, ma la sostanza è: se un paese non passa il test della sostenibilità, deve ristrutturare.
- Il testo parla di «private sector involvement» che è sinonimo di ristrutturazione; la stessa espressione della famigerata passeggiata di Deauville di Merkel e Sarkozy (ottobre 2010) che scatenò la speculazione in Europa.

E qui l'articolo più pregnante. In neretto le novità.

Art. 12

1. Collective action clauses shall be included, as of 1 January 2013, in all new euro area government securities, with maturity above one year, in a way which ensures that their legal impact is identical. **Single-limb aggregated voting shall apply to all new euro area government securities, with maturity above one year, issued on or after 1 January 2022.**
- Con un **singolo voto** dei creditori (cui ovviamente lo Stato prospetta un'alternativa peggiore) si può ristrutturare l'intero debito pubblico, mentre con le clausole in vigore si vota su ogni serie di BTP o CCT ecc.
  - La Cacs single limb sono forse più efficienti in astratto, ma, fatte oggi, **sono un segnale negativo ai mercati** sull'Italia. L'idea dei paesi del Nord è che il Patto di Stabilità è stato usato in modo politico dalla Commissione (difficile dargli torto), con concessioni eccessive all'Italia, quindi si deve dare più spazio alle sanzioni del mercato.

# Nel merito: la riforma dell'ESM (3/5)

Una volta fatta la ristrutturazione di un paese, gli articoli 13 e 14 si occupano di salvare gli altri paesi tramite due linee di credito precauzionali: Precautionary Conditioned Credit Line (PCCL) ed una Enhanced Conditions Credit Line (ECCL).

## Art. 14

1. ESM precautionary financial assistance instruments provide support to ESM Members with sound economic fundamentals which could be affected by an adverse shock beyond their control. The Board of Governors may decide to grant precautionary financial assistance to an ESM Member whose government debt is sustainable.

- Le PCL sono due perché ci si preoccupa anche di paesi che non hanno proprio tutti i conti in ordine e quindi debbono sottoscrivere un MOU (Enhanced Conditions Credit line).
- I prestiti ESM sono di importanza cruciale perché sono precondizioni per accesso a OMT della BCE.

Molto altro da dire. Solo due punti.

## 1. Il diritto di voto

- Sulla base del contributo percentuale di ciascuno. Il contributo tedesco è oltre il 27%, quello francese oltre il 20, quello italiano pari quasi al 18.
- Con una maggioranza qualificata, pari all'80% -**che attribuisce un potere di veto solo a Germania e Francia**- possono essere prese una serie di decisioni, tra queste: l'elezione del Presidente del Consiglio dei governatori, la nomina del Direttore generale, oltre che l'approvazione dello statuto del ESM.
- Non poteva che andare così, dal momento che l'Italia giallo-verde era assente.

# Nel merito: la riforma dell'ESM (5/5)

## 2. Ruolo del Managing director molto rafforzato.

Preambolo

*16) The independence of the Managing Director and staff of the ESM is recognized by this Treaty. Art. 7, C 4. The Managing Director shall be chief of the staff of the ESM... The Managing Director and the staff of the ESM shall be responsible only to the ESM and shall be completely independent in the performance of their duties.*

Il DG tratta da pari con l'intera Commissione Europea.

# Il costo del governo giallo-verde

Queste modifiche

- sono state avviate nel dicembre 2018 (Eurogruppo del 4 dicembre: Eurosummit del 12 dicembre)
- e confermate nel giugno del 2019 (Eurogruppo del 13 giugno; Eurosummit del 21 giugno),
- **ossia nei due momenti clou dello scontro fra governo giallo-verde e Commissione sulla flessibilità. Un costo alto per l'Italia.**
- Dovranno essere approvate in via definitiva nel dicembre prossimo.
- Sviluppi molto più importanti di un improbabile revisione del PSC.

- Ci sono molte proposte di emendamenti ragionevoli (su cui sta lavorando la nuova Commissione). Ma è necessario che l'Italia ridiventi davvero protagonista in Europa, smettendo di chiedere flessibilità.
- La ristrutturazione del debito, come l'uscita dall'euro, causerebbe danni gravi ai risparmi, ma anche all'occupazione e ai livelli di reddito. **Ne sarebbero colpiti soprattutto le persone più deboli perché meno in grado di tutelarsi e perché non reggerebbe più il nostro welfare.**
- Evitare esiti come questi...
- **...è possibile**, con prudenza fiscale e misure pro crescita - come quelle attuate negli anni scorsi,
- ... è un compito importante di cui mi pare di cogliere una consapevolezza molto parziale.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore

Osservatorio CPI  
| Osservatorio conti pubblici italiani

# Le sfide economiche del nuovo governo e l'Europa

Giampaolo Galli

<https://osservatoriocpi.unicatt.it>