

RELAZIONE PER L'AUDIZIONE SULLA RIFORMA DEL TRATTATO CHE ISTITUISCE IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITA'.

1. Con riguardo al tema dell'attuale riforma dell'ESM, e in attesa di conoscere la complessiva "documentazione tecnica allegata" che risulta ancora in fase di elaborazione, darei per già compiuta una esposizione generale della disciplina contenuta nella riforma stessa. Cercherò quindi di entrare subito nel merito evidenziando alcuni problemi per così dire pregiudiziali, in ordine alla "architettura" monetaria e istituzionale in cui si colloca la riforma, nonché in ordine ad altri punti critici sia procedurali che contenutistici emersi dall'attività negoziale finora svoltasi. Il primo punto pregiudiziale riguarda una caratteristica "singolare" della disciplina della moneta unica, e in stretta conseguenza, trasmessa all'Unione bancaria e allo stesso ESM, che può così sintetizzarsi: i *privati* cittadini italiani, risparmiatori-contribuenti, sono costretti ad assumere un crescente ruolo di "garanzia" dei titoli del debito pubblico nazionale e, in aggiunta, anche della solvibilità del sistema bancario. E questo, in luogo di una banca centrale nazionale "emittente" nel pieno delle sue ordinarie prerogative che, ormai da decenni, non esiste più.

1.1. Riguardo alla sostanziale realtà normativa di tale "anomalia" (appunto dovuta alla c.d. *architettura dell'euro*, già prefigurata e mantenuta a partire dal *Rapporto Werner* dell'ottobre del 1970) basta richiamare quanto detto da De Grauwe, Coeuré e dallo stesso Blanchard, in particolare, sulla sostanza monetaria e sui riflessi, inevitabili, sull'assetto bancario, dell'eurozona che hanno portato alla istituzione dell'ESM: meccanismo di stabilità previsto dal novellato (nel 2011) art. 136, par. 3, del TFUE.

(1A) Ci riportiamo all'[intervento di Benoît Coeuré](#) (sul sito BCE, datato 3 novembre 2016) già riportato [qui, p.6.1](#). (*Keynote address by Benoît Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, at Harvard University's Minda de Gunzburg Center for European Studies in Cambridge, MA, 3 November 2016*):

"...nelle economie più avanzate, come altrettanto nella maggior parte dei modelli macroeconomici, il debito degli Stati è concepito anch'esso come sicuro.

Sussiste un'effettiva piena unificazione (ndr: intesa come armonizzazione nei fini) tra il bilancio della banca centrale e quella dell'autorità fiscale, tale da rendere il debito governativo risk-free in termini nominali.

La banca centrale può garantire il suo pagamento in liquidità e per il suo pari valore in tutti gli Stati del mondo. Perciò non c'è alcun rischio di credito connesso

ai sovereign bonds, sebbene essi possano tuttavia comportare un rischio di inflazione se la banca centrale è sollecitata dal governo a finanziare deficits inflazionari.

Nell'area euro, tuttavia, questa stessa relazione istituzionale non può applicarsi.

Si ha una banca centrale e diciannove differenti autorità fiscali, i paesi membri non assumono la responsabilità per il debito di ciascun altro, e alla Banca Centrale Europea, per ottime ragioni, è vietato dal Trattato "il "finanziamento monetario", che significa l'acquisto diretto del debito dei vari Stati membri".

E quali sono queste "very good reasons"?

Presto detto: "Il debito sovrano nell'eurozona è...esposto al rischio di credito in un modo in cui non lo sono le altre economie avanzate"

E ciò accade invero per un disegno intenzionale. La costruzione dell'eurozona - la proibizione di finanziamento monetario racchiusa nel trattato UE, la "no bailout clause" - è deliberatamente intesa a incoraggiare i mercati a differenziare tra i debiti sovrani dell'eurozona basandosi sulla loro sostenibilità fiscale.

L'idea è che l'esercizio della disciplina di mercato appresterà un continuo controllo sulle azioni dei governi, che condurrà a sua volta a politiche più solide".

(1B) Paul De Grauwe, del cui coinvolgimento professionale e scientifico nel concepimento e nella gestione dell'eurozona, non è dubitabile: egli dedica un lungo paper nel 2013 al poderoso tema: *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*

Quello che ci illumina sul tema specifico è il paragrafo 4. "Misdiagnosis of the sovereign debt crisis" (pagg.11 e ss.), in cui afferma (riporto i passaggi essenziali):

The cause of the debt problems in the Eurozone is to be found in the unsustainable debt accumulation of the private sectors in many Eurozone countries. I show the evidence in Figures 3 and 4. It can be seen that household and bank debt were increasing fast prior to the debt crisis.

Surprisingly, the only sector that did not experience an increase in its debt level (as % of GDP) was the government sector...

As the private sector attempts to deleverage, assets are sold, pushing down their prices. As a result, other agents are pushed into solvency problems as the value of their assets declines. More and more private agents then are forced to deleverage. But as everybody is doing this at the same time, nobody succeeds in improving its own solvency.

On the contrary the solvency of private agents continues to deteriorate. The economy is pushed into a deflationary spiral.

... As long as such misdiagnosis continues to form the basis of political action by European leaders the chances of stopping the destructive dynamics are slim. Instead

political action should be based on a correct diagnosis that as was argued in the previous sections result from a number of design failures that have little to do with government profligacy."

La soluzione che indica De Grauwe? E' nel paragrafo successivo:

"5. *The ECB as a lender of last resort in the government bond markets*"

In ogni modo, De Grauwe elogia l'introduzione dell'OMT, ma "si accorge" immediatamente che il "feroce clima critico" che lo circonda, gli conferisce una forma regolatoria che, come si rivelerà successivamente, lo ha reso inefficace e inapplicato/bile.

De Grauwe, in questo scritto del 2013, anticipa le ragioni, tutte tributarie del principio di "condizionalità", che avrebbero reso inefficace l'OMT.

Queste stesse ragioni, nella sostanza, rendono ancor più inefficace, cioè deflazionista e recessivo, l'ESM riformato; solo che questa volta, eliminato *once and for all* ogni possibile intervento dell'istituto emittente centrale, come *lender of last resort*, persino entro il *vecchio OMT*, si gettano tutte le *fiches* sulla condizionalità imponibile dall'ESM stesso e sulla trasformazione del potere di veto della Germania, in potere dell'ESM, germanizzato, di imporre, con quasi insindacabile discrezionalità, la ristrutturazione preventiva del debito del paese "in difficoltà".

La critica di De Grauwe è già, come si dice in diritto, "assorbente a fortiori", essendo stata formulato nei riguardi di quella forma, ben più blanda, dell'ESM agente in base al precedente quadro. A maggior ragione, nel quadro derivante dall'attuale riforma, perché, appunto, essa fa dell'inasprimento *e dell'enforcement preventivo* delle condizionalità, la sua ragion d'essere:

"(...Second), the ECB has attached, as a condition to the use of the OMT-program, that the countries concerned apply to the ESM, which may then subject these countries to additional austerity programs. This creates the problem that countries are pushed further into a recession as a condition to obtain relief from the ECB.

It is difficult to understand the economic logic of such an approach. It is in my view the result of a moralistic approach to the problem that is very popular in the North of Europe and that wishes countries applying for support to be punished first for their sins.

There is an additional danger to this second condition. The ESM will be at the centre of the procedure for triggering the ECB's liquidity provision in the context of the OMT program. The decisions of the ESM, however, will *de facto* be subject to a veto power of Germany and other countries. The popular opposition in Germany against the ECB's lender of last resort activities may in the end prevail making it impossible for the ECB to exert these activities".

Infatti, in tutti i casi in cui è stato finora azionato, l'ESM NON ha agito da LOLR, quanto semmai da istituto di credito speciale, particolarmente attento al solo profilo di rischio *ex parte creditoris*, richiedendo perciò elevati interessi "di mercato", reclamando la restituzione, *a qualsiasi costo*, dei ratei del capitale prestato e badando a realizzare profitti da tutto ciò. (Tale profilo dovrebbe chiamare in gioco l'art.11 Cost. per l'aspetto *dell'ordinamento che assicuri la pace e la giustizia fra le Nazioni*; ma ci riserviamo di affrontarlo in un'altra occasione).

Esponiamo quindi la conclusione inequivocabile di De Grauwe, avendo egli prima precisato la sostanziale inefficacia e anzi dannosità dell'OMT "condizionale" e lasciata al potere di veto tedesco (= arbitrio moralistico):

"As I argued earlier, the proper separation of responsibilities is for the ECB is to act as a lender of last resort, and for the European Commission to control the moral hazard risk produced by this lender of last resort activities.

Nell'attuale operatività dell'ESM, inasprita dalla riforma in via di approvazione, sottolinea De Grauwe:

"...the ECB both wants to provide liquidity and for policing moral hazard risk.

This monitoring, however, is highly political. Thus the ECB gets involved in decisions about how much governments should spend, which spending cuts to apply, what taxes to raise.

... ■ A central bank that cherishes its political independence endangers this independence if it is involved in political decision-making processes in member-countries"

(1C) [Olivier Blanchard, più di recente \(gennaio 2019\), ha dissertato proprio di "Public Debt and Low Interest Rates"](#), con riferimento alla situazione creatasi a seguito del QE; ed è un discorso, anche qui, "delivered" alla "2019 American Economic Association (AEA) Presidential Address at the AEA".

Siamo all'incirca un mese dopo l'approvazione della riforma dell'ESM [nell'Eurosummit del 14 dicembre 2018](#), (dall'eloquentissimo incipit: "A seguito del mandato conferito nel giugno 2018"), all'Eurogruppo. Su quanto detto da Blanchard torneremo: ma, ai fini di quanto stiamo ora trattando, basta questa sua affermazione:

This link between the cost of debt and the level of debt itself is not just a minor inconvenience. It has profound implications for high debt countries, in particular for the high debt countries in the euro area where each government is responsible individually for its own debt.

1.2. Sul piano della consapevolezza monetaria ed economica di ogni approccio negoziale alla riforma dell'ESM, il quadro appena descritto, non può essere senza conseguenze.

O almeno avrebbe dovuto averle.

Tento una rassegna sintetizzata delle prerogative esercitabili, e NON ancora esercitate, all'interno della pubblica funzione di negoziazione in sede europea (che sono debitamente approfondibili con l'esame delle norme e dei principi consolidati di diritto "comune" alle Nazioni civili, fonte di diritto generale internazionale, richiamati nelle note a piè di pagina).

Il criterio di consolidamento del testo di una deliberazione che va in via definitiva adottata all'unanimità, non può essere lo stesso degli atti adottati a maggioranza.

I tavoli tecnici preparatori di una deliberazione all'unanimità (in forma di accordo intergovernativo) non possono assumere di produrre effetti di progressione del testo equiparabili alla situazione che si registra nella fase preparatoria di regolamenti e direttive.

La ragione giuridica di ciò è evidente: laddove la norma che prevede l'accordo (cioè l'art.136, par.3, del TFUE) venga univocamente e costantemente intesa come costitutiva di un *accordo fra capi di Stato e di governo*, l'unanimità insita nella concorde deliberazione finale non può essere anticipata mediante una discussione e un assenso elaborati a mero livello tecnico-preparatorio. E ciò in mancanza di una espressa disciplina di diritto europeo che regoli la preparazione di quel tipo di fonte "pattizia", come invece accade per le fonti derivate tipiche quali regolamenti e direttive¹.

¹ <https://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/eurogroup/eurogroup-working-group/> Esiste infatti un Eurogroup Working Group che ha il compito di assistere l'Eurogruppo: a **preparatory body** composed of representatives of the euro area member states of the Economic and Financial Committee, the European Commission and the European Central Bank. It provides assistance to both the Eurogroup and its President in **preparing ministers' discussions**. The group usually meets **once a month** ahead of Eurogroup meetings. **The EWG members are also part of the European Stability Mechanism's board of directors**.

Il fatto che tali membri siano anche parte del board direttivo dell'ESM, pone un'evidente bias autopreservativo, ed espansivo dei poteri, in capo ai loro compiti preparatori in tema di riforma del trattato istitutivo dell'ESM. Ciò può oggettivamente condurre a **un'attività preparatoria in conflitto di interessi**. Volendo salvare la palese illegittimità che deriva dalla provenienza organica dei membri del Working Group, si dovrebbe ritenere, necessariamente, che i loro compiti siano strettamente **informali e non giuridicamente rilevanti nel progredire del negoziato**, anche considerando l'assenza di una **chiara attribuzione espressa e cosciente di compiti preparatori** rispetto allo specifico tema della **modifica del trattato dalla cui esecuzione ritraggono la loro legittimazione a comporre il Working Group**.

Basti, al riguardo, richiamare la norma generale (art.23 della Convenzione di Vienna, *cfr.* nota 2) sulla valida apponibilità di riserve (scritte) fino al momento della sottoscrizione di qualsiasi accordo internazionale (o intergovernativo “europeo”, ma comunque soggetto a ratifica parlamentare).

Supponiamo tuttavia (su un piano che dovrebbe però ritenersi esclusivamente “risarcitorio”, e non vincolante per il consenso finale) che, *ex bona fide*, valevole a sua volta secondo il diritto generale dei trattati, si invochi che, da parte di uno Stato il cui rappresentante (tecnico) abbia già espresso il suo consenso in fase preparatoria, non sia corretto revocarlo successivamente; o non “confermarlo” in base ad una prassi ritenuta applicabile².

Ebbene: la “scorrettezza da ripensamento” è configurabile in base alle circostanze diligentemente conoscibili, per tutte le parti, in quanto abbia suscitato un legittimo affidamento³. Cioè un'aspettativa ragionevole. Ma questa invocazione può essere obiettivamente esclusa laddove:

- a) il testo sia particolarmente complesso e formulato in modo oscuro, per linguaggio, e, soprattutto, frazionato per allegati decisivi che hanno un effetto determinante nell'applicazione e che non sono ancora definiti;
- b) comunque, lo Stato che revoca l'assenso meramente preparatorio possa invocare sia violazione dell'onere di adeguata informazione del proprio parlamento, normativamente prevista (a carico dell'istituzione europea legiferante: art.12 TUE e Protocollo 1), sia, *a fortiori* di una propria norma costituzionale fondamentale: nel caso, l'art.11Cost.

² Queste riflessioni, in ragione della segnalata mancanza di una disciplina espressa del procedimento di adozione dell'accordo ex art.136, par.3, TFUE, sono svolte sulla base dei principi della Convenzione di Vienna sul diritto dei trattati, applicabile in virtù del suo **valore generale e suppletivo, affermato dall'art.3 della stessa Convenzione**, e avuto riguardo gli art.7 e 8 della stessa, concernenti l'individuazione dei soggetti aventi i “**pieni poteri**” di vincolare lo Stato contraente e la **necessità espressa di una conferma “successiva di un atto compiuto senza autorizzazione”**: si desume che la conclusione dell'accordo multilaterale sia costantemente nella disponibilità di una volontà consapevole ed attuale del solo soggetto dotato di pieni poteri di esprimere la volontà costitutiva del vincolo, **salvo che norme pattizie PREVIGENTI, tipicamente di un'organizzazione internazionale, regolino la ripartizione dei compiti negoziali nelle varie fasi.** Disciplina specifica che, nel caso, non risulta sussistere. Un'ulteriore conferma si trae **dall'art.23** laddove è disciplinata la **“procedura relativa alle riserve”, apponibili senza preclusioni temporali fino “al momento della firma”**.

³ Si tratta di una naturale proiezione, nella fase di negoziato, del principio di buona fede in senso oggettivo, cioè di uso delle ordinaria diligenza nel tenere conto delle aspettative e del modo di intendere il trattato generati nelle altre parti, secondo un metro di normali conoscibilità e prevedibilità. E ciò rapportato al contesto complessivo di conclusione del trattato ed alla luce del suo oggetto e del suo scopo, come recita la **norma di principio dell'art.31 della Convenzione citata, in tema di interpretazione dei trattati**. Lo stesso parametro di buona fede governa l'esecuzione e l'applicazione dei trattati (artt.26 e 27)

1.3. Introducendo tale specifico parametro costituzionale, ci riferiamo, soprattutto, e non solo, alle “condizioni di parità con gli altri Stati” richieste dall’art.11 Cost.

La violazione di tale “parità di condizioni” - che implica, secondo la giurisprudenza della nostra Corte costituzionale, che nessun organo o funzionario nazionale abbia la competenza a disporre dei relativi interessi - emerge dalla bozza di riforma ESM sotto molteplici profili, di cui mi limito a citare i più eclatanti e agevoli da comprendere:

a) la disparità più evidente è che l’Italia, pur essendo il terzo contribuente del Fondo che funge da provvista del credito, dovrebbe avallare una propria sostanziale esclusione dalla fruizione delle prestazioni di credito che caratterizzano, formalmente e testualmente, la “causa-funzione” dell’accordo. E tale causa, rammentiamo, è pacificamente indicata in analogia a quella di un contratto di assicurazione: il quale è, altrettanto pacificamente, un negozio a prestazioni corrispettive. E la causa di corrispettività, per non essere vessatoria, (cioè gravemente disparitaria tra le parti) deve porre una relazione di “adeguatezza” tra la prestazione (nel caso, la nostra contribuzione, avvenuta e futura) e la controprestazione del Fondo-*assicuratore* (cioè una controprestazione adeguata è quella che elimini o attenui significativamente il rischio assicurato)⁴.

⁴ La rilevanza della causa negli accordi internazionali si ricava direttamente dal già citato articolo 31 CdV, in tema di interpretazione, che presuppone che un oggetto e uno scopo (cioè una funzione giustificativa) siano elementi essenziali di ogni trattato. L’art.46 della Convenzione, poi, - consentendo l’opponibilità della cause di nullità a condizione che queste cause concernano la violazione di una norma fondamentale di diritto interno, conoscibile (in buona fede) dalle altre parti, cioè una violazione “manifesta”, rafforza la conclusione della rilevanza essenziale della “causa” nei trattati internazionali: sia perché la ingiustificabilità dello scopo, e la conseguente eccessiva onerosità di un trattato, qualora sopravvenute, giustificano l’estinzione del trattato (artt.60 e 61 CdV), e quindi devono *a fortiori*, essere presenti al momento della sua negoziazione e conclusione, sia perché l’assenza di idonei scopo-funzione giustificativi, inducono la contrarietà dell’accordo a norme di diritto internazionale imperativo (c.d *ius cogens*, art.53 CdV, tra cui comunemente accettata, all’interno del principio di autodeterminazione dei popoli, può configurarsi la grave ingiustizia economica delle previsioni e degli effetti di un trattato.

Ma anche negando, alla grave ingiustizia “funzionale” di un accordo, il rango di norma imperativa di diritto internazionale, rimane sempre la sua opponibilità come grave violazione, manifesta, di una norma fondamentale del diritto interno dello Stato contraente (violazione di interessi costituzionali fondamentali di cui nessun organo ha la competenza/legittimazione a disporre). E tale norma, per l’ordinamento costituzionale italiano, è agevolmente ritraibile dagli artt. 3 e 11 Cost: neppure un accordo internazionale può essere antitetico alla giustizia tra le Nazioni, laddove conduca ad una manifesta, se non plateale, disparità nell’onerosità delle prestazioni che esso pone a carico delle parti. Di tali principi fondamentali della Costituzione sono puntuale espressione:

a) la comminatoria di nullità per l’assunzione di un obbligo (nel caso quello di assistenza creditizia da parte del MES) subordinato a una condizione che lo faccia dipendere dalla mera volontà dell’obbligato: art.1355 c.c.;

Per contro, una lettura del testo della riforma conduce a concludere per la grave inadeguatezza della corrispettività per la specifica posizione dell'Italia (assenza o grave difetto di *sinallagma* genetico e perciò nullità dell'accordo per difetto della sua causa giustificatrice). Ed infatti:

a.1) la prestazione corrispettiva è resa in partenza (*geneticamente*) eccessivamente onerosa, attraverso un'anticipata nuova serie di "condizioni" di ammissione al credito, che è ESCLUDENTE a priori, e in modo diretto, la stessa convenienza per l'Italia (e per una serie di altri Stati contribuenti: che, tuttavia, non possono vantare, a differenza dell'Italia, il costante perseguimento di disavanzi al di sotto del 3% che è indicato normativamente, dal Fiscal compact, come criterio di abbassamento del rapporto debito/Pil; come attestano i dati 2007-2017⁵);

a.2) dunque, indubabilmente si pone l'Italia in condizione direttamente escludente da una linea di credito precauzionaria sostenibile (o certamente "meno insostenibile", in base alle disposizioni dell'accordo), pur a fronte della sua condizione paritaria, in termini percentuali al PIL (o RNL), di contribuente.

Ma, in aggiunta, con ciò si colloca l'Italia, *a priori*, nella medesima condizione, di sola concedibilità del credito a condizionalità inasprite (*enhanced*), *prima facie* penalizzanti per la sua crescita, che è attribuita ad altri Stati non rispettosi dei criteri del disavanzo pubblico alla stessa stregua dell'Italia, lungo tutto il periodo di

b) **le norme sulla rescissione**, invocabile quando la parte di un contratto a prestazioni bilaterali ha assunto obbligazioni a condizioni inique in stato di pericolo (lo spread incombente, l'isolamento in Ue, con la minaccia duratura e reiterata di procedure di infrazione), **art.1447 c.c.**; nonché quando tra le prestazioni di un contratto sinallagmatico vi è una sproporzione abnorme (**ultradimidium**) tra la prestazione di una parte (che ha versato 14 miliardi di euro e si impegna a versarne, entro una settimana, altri 110), e la prestazione dell'altra parte (che può sottrarsi ai suoi impegni mediante una serie di condizioni talmente discrezionali da risultare meramente potestative), e tale assetto sia dipeso dallo stato di bisogno (precarietà della situazione finanziaria per il combinato tra minaccia implicita di procedura di infrazione e aumento degli spread) della parte eccessivamente onerata (**art.1448 c.c.**).

⁵ <http://grafici.altervista.org/rapporto-deficit-pil-e-debito-pil-in-italia-e-altri-paesi/>

"LA "STABILITÀ" ITALIANA

"L'andamento deficit Pil dice che non abbiamo ecceduto nei periodi di crisi, ma anche che **non siamo riusciti a far calare il deficit come gli altri durante la ripresa anche se, per essere chiari, il 90% dei Paesi del G20 segnano nei loro bilanci un deficit.**

Quello di non far calare il deficit Pil è stato in parte una precisa volontà dei governi Renzi-Gentiloni, che **hanno continuamente chiesto flessibilità per avere maggiore margine di manovra per alcune operazioni di finanza pubblica (dagli 80 euro all'abolizione Tasi sulla prima casa ai vari bonus).** In parte **ha inciso il fatto che la nostra ripresa è stata particolarmente asfittica, con spesso solo zero virgola di aumento del Prodotto interno e questo ha influenzato assai negativamente l'andamento deficit Pil.**

Perché alla fine è **questa che conta, la crescita. Se manca, rimane solo l'austerità, che nessuno vorrebbe, per far calare il deficit.**"

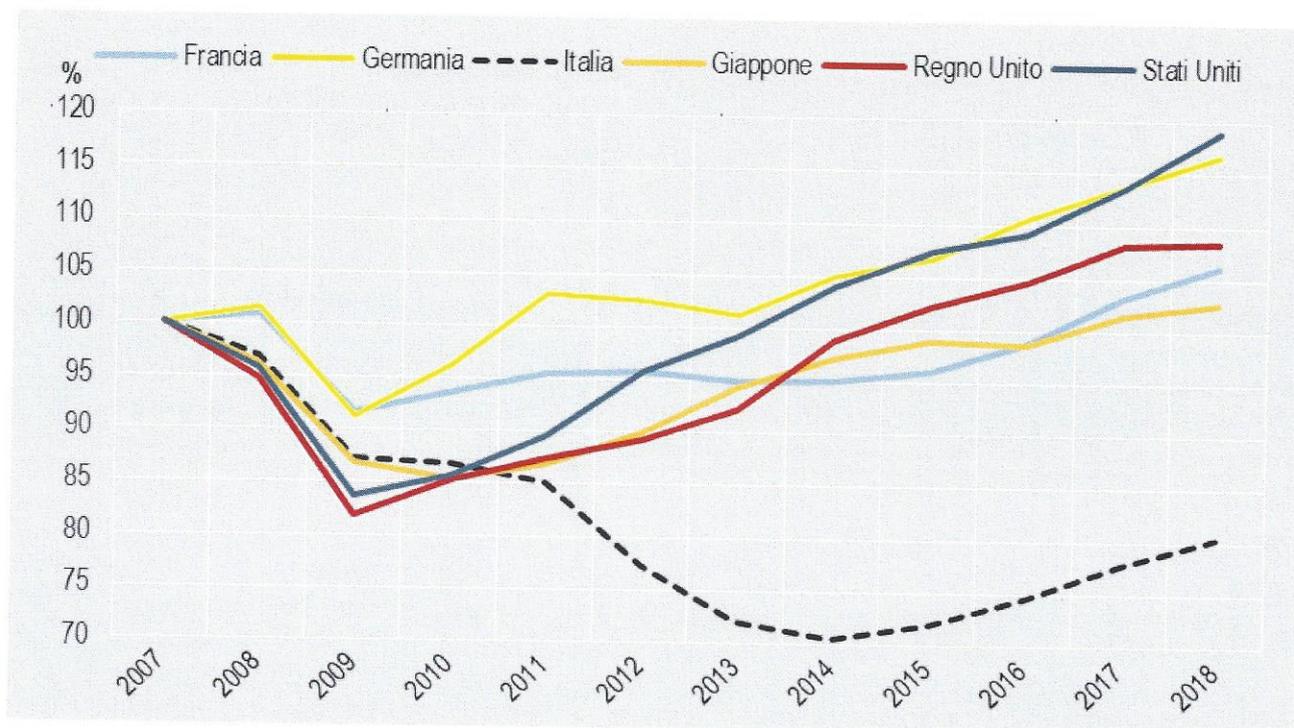
prescrizioni sulle politiche di bilancio in pareggio, imposte dalla Commissione Ue almeno dal 2009, anche prima dell'introduzione del c.d. fiscal compact. Il che è un ulteriore corollario di "disparità di condizioni" manifesta (aggiuntivo all'aspetto dell'assenza di adeguata corrispettività);

a3) infine – e sempre salve ulteriori osservazioni svolgibili –, lo stesso sistema discriminante sull'ammissibilità alle diverse tipologie di linee di credito (a condizionalità penalizzatrici crescenti), in quanto fondato sul criterio automatico della "regola del debito", variamente imperniata sul livello del debito pubblico rispetto al Pil, fissato nel notorio 60%, risulta disparitario e irragionevole, perché inconferente e contrario alle *evidenze* scaturite dal periodo della c.d. "crisi del debito pubblico dell'eurozona".

Infatti, la difficoltà di accesso al mercato, registratasi in quella fase, per gli Stati dell'eurozona, non si è univocamente e ragionevolmente manifestata in conseguenza del mancato rispetto della regola del debito, comunque la si voglia oggi formulare (cioè anche in termini di decrescita per ventesimi della parte eccedente prevista dal c.d. Fiscal compact). Spagna e Irlanda, notoriamente, prima della crisi recessiva, avevano rapporti debito/Pil inferiori al 40% ed hanno registrato difficoltà di accesso ai mercati; la Francia e la Germania, che nel 2007, avevano invece, un livello di debito/Pil prossimo al 100%, tra l'altro non dissimile da quello italiano, tuttavia, NON hanno registrato difficoltà di accesso al credito sui mercati finanziari (cioè *spread* cresciuti in maniera rilevante).

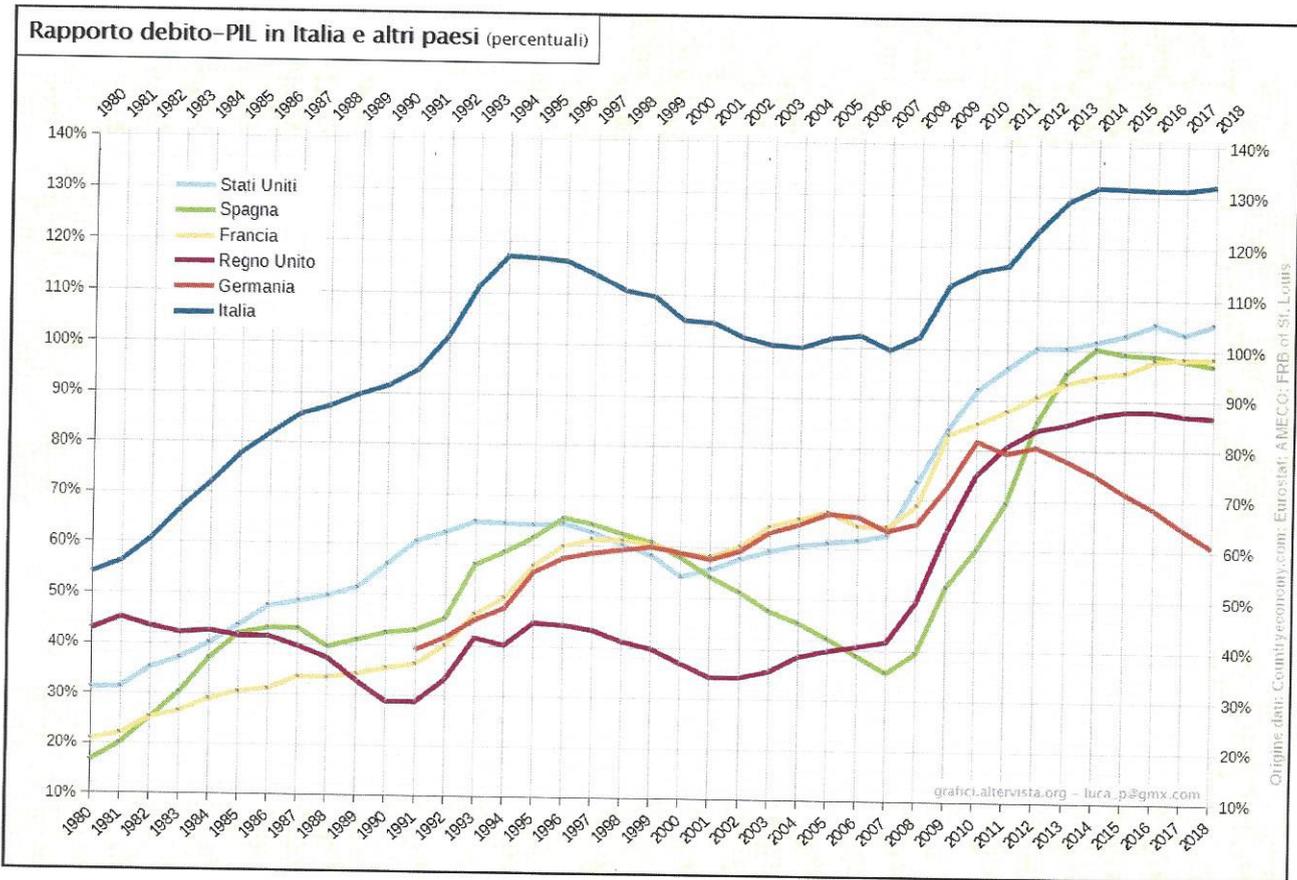
E ciò richiama evidentemente la sopra riportata analisi di De Grauwe, relativa agli squilibri commerciali e finanziari privati all'interno dell'area euro.

Ma la situazione ora evidenziata, suggerisce che l'Italia avrebbe potuto e dovuto imporre, anche sollevando un'immediata riserva nella fase iniziale del negoziato, che le condizioni di ammissibilità alla meno incisivamente condizionale *linea di credito precauzionale*, fosse tarata sul rispetto dei parametri fiscali relativi all'andamento del debito pubblico e del deficit a partire dalla crisi del 2007-2008 (che formalmente, oltretutto, sono anche la ragione giustificativa della stessa istituzione dell'ESM); e questo in modo da far emergere, nella sua interezza, i propri sforzi di rispettare tali parametri e, ancor di più, la natura ondivaga del comportamento di altri Stati ritenuti solo ora virtuosi, grazie ad una sorta di *cherry picking* che "amputa" la storia di *sostenibilità* e di *correttezza legale* delle politiche fiscali imposte nell'area euro come "risposta alla crisi". Cioè facendo emergere l'integrale vicenda che ha realmente caratterizzato la "lotta per tornare alla crescita", per come si è complessivamente svolta all'interno dei singoli Stati dell'eurozona.



(grafico elaborato da <http://www.laboratorio-21.it/come-leuro-alimenta-la-divergenza-tra-i-paesi-europei/> su dati del FMI)

O più estesamente (<http://grafici.altervista.org/rapporto-deficit-pil-e-debito-pil-in-italia-e-altri-paesi/> su dati Eurostat)



2. Per venire all'attualità della trattativa attualmente (forse) pendente, i media fanno il punto sul rinvio dell'approvazione (praticamente considerata ormai solo "formale") dell'ESM2, - rinvio che risulterebbe fin da ora come *preannunciato*, ma del tutto *ininfluente* sui contenuti essenziali del nuovo trattato (che è una fonte di diritto comunque "europea", in quanto previsto, l'ESM, come istituzione dell'Eurogruppo, dall'art.136, par.3, del trattato), ma sfugge che, Centeno, sull'allargamento dell'accordo alla garanzia europea sui depositi (fino a 100.000 €) è invece molto più *positivo* (definendo "*welcome*" la proposta di Scholz in esito all'Eurogruppo del 7 novembre).

3. Ma veniamo alla questione della crescita e della compatibilità di questa col quadro dell'eurozona che, indubbiamente, viene modificato dalla riforma dell'ESM. Di ciò appare ben consapevole Centeno, l'attuale presidente dell'Eurogruppo: egli ha rilasciato una serie di dichiarazioni su *twitter*, a commento di una sua intervista a un periodico tedesco, che rivestono un notevole interesse:

Apart from EDIS, this roadmap would include measures to strengthen the tools to deal with failing banks, to incentivise diversification of sovereign bond portfolios and reduce financial fragmentation.

— Mário Centeno (@mariofcenteno) November 22, 2019

Italy has a low-growth, high debt issue. IT needs to fix both. Given it has delivered primary surpluses since many years, it's not so much the budget policy we must focus on but rather the promotion of growth

— Mário Centeno (@mariofcenteno) November 22, 2019

4. Questo complessivo ragionamento di Centeno ci consente una serie di riflessioni.

Una "crescita" perseguita sotto la simultanea vigenza delle condizionalità *inasprite* di accesso al credito (potenziale) dell'ESM2 (ECCL), delle esigenze di ricapitalizzazione determinate dalla disciplina dell'unione bancaria, e della diversificazione dei portafogli delle obbligazioni sovrane, è configurabile solo in immediato pareggio di bilancio: cioè basata sulla ipotesi di Baumol e sulla teoria del *crowding out*.

L'alternativa sarebbe un massiccio e costante intervento mirato della BCE sul singolo Stato; cioè l'OMT che però sarebbe abrogato, per incompatibilità, dall'ESM2, e lo è *de facto* dal veto che la Germania, rispetto a volumi e tempi di intervento quali quelli che si configurerebbero necessari per l'Italia, sarebbe tenuta ad imporre in base alla sentenza della sua Corte costituzionale del 21 giugno 2016.

O, ancora, l'espansione del bilancio pubblico italiano dovrebbe provenire da trasferimenti di un (ipotetico) bilancio federale dell'eurozona: ma questi trasferimenti non dovrebbero però avere natura onerosa aggiuntiva, a carico del paese beneficiario, cioè operare quali corrispettivi sostanzialmente *assicurativi*, perché si risolverebbero in una mera partita di giro. Ma trasferimenti di tipo solidale e non oneroso sono VIETATI dagli artt.124-125 TFUE (norme fondamentali dei trattati mai abbastanza richiamate).

Perciò, data l'incompatibilità logica di due dichiarazioni di senso opposto da parte di Centeno, il 22 novembre, ("*l'Italia non può crescere in misura sufficiente, continuando a perseguire surplus primari di bilancio*") e dell'Eurogruppo, nella sua dichiarazione in esito alla riunione del 4 dicembre scorso (*invito ai paesi non ottemperanti alla regola del debito ad assumere immediatamente tutte le misure addizionali necessarie per ridurre il rapporto debito Pil*) -, se ne desume che occorra fare ulteriore e aggiuntivo surplus primario di almeno 3,5 del PIL, duraturo: e contemporaneamente...crescere!

5. Dunque, l'ESM deve entrare in vigore così com'è, nel testo attualmente elaborato e si avvia a diventare una spinta acceleratoria del pareggio di bilancio.

E il suo testo contiene, all'art.3, paragrafo 1, seconda parte, la previsione di un potere di *accertamento*, preparatorio, e quindi preventivo e generalizzato, che, nel quadro macroeconomico accertato, fa espresso riferimento alla verifica di *sostenibilità del debito pubblico*, ricompresa nella "valutazione" della "situazione macroeconomica" relativa a tutti "i suoi membri": non di "un" paese richiedente una linea di credito, ma di tutti i paesi aderenti all'accordo, a prescindere dal fatto che, in un futuro imprecisato, si rivolgano al Fondo per avere supporto finanziario⁶. Questo, come abbiamo già altrettanto evidenziato, è un *rating* "ufficiale", cioè *ex auctoritate* dell'istituzione dell'Eurogruppo normativamente preposta a tale compito di *assessment*.

Da tale valutazione preliminare, nonostante l'*internal preparation* che giustificerebbe tale compito, deriverebbe una connotata preventiva conoscibilità, per "i mercati" finanziari, dei livelli graduati di rischio ufficialmente stimati dall'EMS: i mercati, anche solo conoscendo la formula matematica di calcolo del livello di sostenibilità, avrebbero immediato accesso ad una sorta di *rating*, equivalente ad un *risk-weighting de facto*, a cui ricorrere per "prezzare" il rischio, appunto ponderato dall'*assessment* di sostenibilità del quadro generale degli Stati dell'eurozona.

5.1. Dal *risk-weighting* così prevedibilmente inserito deriverebbe infatti la irresistibile induzione, per le banche detentrici dei titoli ufficialmente rischiosi, a tentarne la liquidazione, con conseguenti problemi di perdite patrimoniali della banche detentrici e di connesse ricapitalizzazioni. Su volumi che è facile immaginare dell'ordine di decine, se non centinaia, di miliardi.

Appare scontato che, in termini molto concreti, tutto ciò conduca lo Stato a *rating* più negativo, alla necessità cautelativa, praticamente una "pistola alla tempia", di provvedere ad un prelievo massiccio sui contribuenti italiani, sia quali depositanti, sia, se necessario, quali proprietari di immobili, per abbassare l'ammontare del debito pubblico e, in ultima analisi, per apprestare i *buffers* di finanza pubblica di cui tanto si parla oggi; questi margini di bilancio, appunto precostituirebbero lo spazio fiscale per eventuali ed urgenti ricapitalizzazioni

⁶ Ciò oggettivamente, configura un *rating* surrettizio dei titoli, che equivale a por fine alla condizione di *risk-less* (nei bilanci delle banche, date le prevedibili reazioni dei mercati finanziari non appena note le metodologie utilizzate secondo i preannunciati documenti tecnici applicativi). Letto con attenzione, parola per parola, l'art.3, par.1, parte seconda (cioè quella innovata), risulterebbe altrimenti una previsione inspiegabile, se non disciplinasse, appunto, una valutazione preventiva e generalizzata: la valutazione di tipo provvedimentoale, invece, è regolata dagli art.13, par.3, e 14, par.3, quanto alla Enhanced Condition Credit line (ECCL), senza alcun raccordo o rinvio, logico e testuale, all'art.3, par.1, seconda parte.

"sistemiche"; che, come tali, dovrebbero consentire l'intervento statale di ricapitalizzazione precauzionale, ed evitare ogni forma di risoluzione a carico di azionisti, obbligazionisti e depositanti (insomma, colpire in via preventiva gli assets dei risparmiatori per...tutelarne il risparmio).

6. Sul fatto che *l'assessment* sarebbe imperniato su *guidelines* applicative di tipo matematico, agganciate alla dimostrazione che il superamento della soglia del 60% renderebbe insostenibile il debito, in base dunque a meri criteri quantitativi e differenziali (verso l'alto), non dovrebbero esserci molti dubbi; lo attesta il discorso di Blanchard (riportato e commentato qui, p.4) e gli studi derivanti dalla sua presa di posizione nel discorso di Washington del gennaio 2019.

Particolarmente significativo questo di Cinzia Alcidi e Daniel Gros, che muove proprio dal discorso di Blanchard, e ne cita i (vecchi e) nuovi studi a supporto:

"This has been confirmed by many empirical studies (e.g. Laubach 2009, Ardagna et al. 2007, and Engen and Hubbard 2004), and plays a key role in debt sustainability analysis (DSA) exercises. For example, the IMF's (2017) and the European Commission's projections of debt in Greece use a simple rule of thumb that the risk premium, defined as the difference between the riskless rate and the interest rate on public debt of any particular country, increases by 3 to 4 basis points for every one percentage point increase in the debt to GDP ratio above 60%.

N.B. - seguendo questo criterio di calcolo del differenziale "presuntivo" rispetto al livello di interesse senza rischio, l'Italia, con un debito pubblico attuale al 134% (+74 di punti percentuali in eccesso) soffrirebbe di un premio negativo di mercato tra i 222 e i 296 *basis points*. Dal che conseguirebbe che dovrebbe conseguire un traiettoria di riduzione verso il livello di debito/Pil *riskless* del 60%, perseguita attraverso surplus primari tra il 3,5% (sostanziale pareggio di bilancio, essendo 3,6 punti di Pil l'attuale onere del debito pubblico secondo il NadeF) e il 4,3% (avanzo di bilancio di circa 0,7 punti di Pil). Evidenti ragioni di sostenibilità politica (e della crescita), implicano che il raggiungimento di tali livelli di surplus primario non siano necessariamente ottenuti con una singola manovra: ma, in astratto, l'obiettivo dovrebbe considerarsi "immediato" per pervenire alla sostenibilità del debito, secondo la regola della riduzione di un 20° all'anno, assunta nell'ESM ai fini della *precautionary conditioned credit line (PCCL)*.

6.1. Difficilmente un debito al 134% e non in traiettoria di riduzione negli ultimi 4-5 anni, come quello italiano, scamperebbe a questa "rule of thumb" agevolmente matematizzabile. Tanto che si traggono queste "conclusioni":

"With very low interest rates, it is tempting for governments to spend more. However, while risk-free rates hover around zero in the euro area, high-debt countries face considerable risk premia that can lead to a feedback loop in which high-risk premia lead to higher debt, which in turn leads to ever higher risk premia.

This column has focused on the longer-term link between risk premia and public finances, taking growth as given. The conclusion that high debt creates a danger of doom loops will be reinforced if one takes into consideration spillover effects for the private sector.

The financing costs of banks and large enterprises are usually linked to the risk premium on the sovereign. This implies that a higher debt level is likely to depress growth. It is this channel that leads to the conclusion that for a high-debt country, a fiscal expansion can be contractionary.[5] Low risk-free rates should not be taken as a justification to increase public debt above a certain threshold".

7. Inutile, forse, sottolineare che lo studio proviene da EconPol Europe: A voice for research in Europe, che è a indubbia trazione tedesca: IFO "fondatore" con il Leibniz Institute. Sicché, naturalmente non tiene conto dei livelli di inflazione attuali in Italia, e dei suoi effetti, ben noti e conoscibili, sulla domanda di credito, più che sulla stessa offerta- come confermano esplicitamente Fitch e Moody's nel più recente outlook sul sistema bancario italiano, parlando di "debole domanda di prestiti da parte di aziende e PMI" -, nonché sulla occupazione, e quindi dell'alta improbabilità di *spill-over effects* del debito pubblico, autonomamente considerato nella sua efficienza causale, in un paese in deflazione prolungata e con uno stagnante *credit crunch* (generato dalla "permanente caduta" della domanda aggregata...specie di investimenti in capitale fisico, secondo l'analisi "globale" di Larry Summers):

Founded by:

- ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich e. V. (ifo; Munich, Germany)

With

- Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII; Paris, France)
- Centre for European Policy Studies (CEPS; Brussels, Belgium)
- CERGE-EI (Prague, Czech Republic)*
- CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (The Hague, Netherlands)*

- [Institut für Höhere Studien](#) (IHS; Vienna, Austria)
- [Instituto Universitario de Economía at Universidad Carlos III de Madrid](#) (Madrid, Spain)*
- [KOF Swiss Economic Institute at ETH Zurich](#) (Zurich, Switzerland)*
- [REM at the ISEG - Lisbon School of Economics and Management of the Universidade de Lisboa](#) (Lisbon, Portugal)*
- [Toulouse School of Economics](#) (Toulouse, France),
- [Università di Trento \(Department of Economics and Management\)](#) (Trento, Italy),
- [University of Oxford \(Centre for Business Taxation\)](#) (Oxford, Great Britain),
- [VATT Institute for Economic Research](#) (VATT; Helsinki, Finland)
- [ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH Mannheim](#) (ZEW; Mannheim, Germany)

7.1. Sarebbe dunque altamente probabile che, introdotto con *guidelines* e documenti tecnici allegati all'ESM2, in corso di discussione nei tavoli "tecnici" (come traspare dalla discussione dell'Eurogruppo dello scorso 7 novembre), un sistema di sostanziale *risk-weighting*, questo non "atinga" anzitutto l'Italia.

Tra l'altro, è da segnalare anche questo paper della BCE, *Interest rate-growth differential and government debt dynamics*, - anch'esso ispirato a Blanchard 2019, e che risale infatti al marzo 2019 -, dove la sostenibilità del debito pubblico viene legata al raggiungimento di duraturi ed opportunamente elevati saldi primari, in assunto idonei a portare il tasso di interesse (medio, via via che si sviluppano rimborsi alle scadenze e nuove emissioni delle varie tipologie di titoli) ad un livello di sicurezza (*safe*), cioè inferiore, com'è noto, al tasso nominale di crescita del Paese considerato.

Ma anche qui, gli effetti deflattivi (cioè di compressione della domanda) legati al saldo primario "sistemico" non vengono tenuti in alcuna considerazione, come dimostra questo passaggio emblematico:

The value of $i-g$ for mature economies over extended periods of time has hovered around one percentage point.^[5]

Positive values are also typically observed for the largest euro area economies (see Chart A).

On the other hand, negative $i-g$ values (cioè in definitiva, in presenza di disavanzi nel bilancio pubblico imputabili all'ammontare degli interessi sul DP, contemplandosi l'ipotesi di spesa effettiva per interessi superiore al tasso "safe" o "ideale" da perseguire), are observed for advanced economies during periods of overheating or, more generally, for emerging economies. As documented in the empirical

literature^[6], the main factors behind the “puzzle” of persistently negative differentials in emerging economies are financial repression, including during periods of hyperinflation, and to some extent also the income catch-up effect. Finally, the primary balance also plays an important role in debt dynamics. Even in the presence of negative $i-g$, large enough primary deficits would prevent debt ratios from stabilising. In this respect, primary surpluses in most euro area countries have helped put debt ratios on a downward path.^[7]

La nota 7 (per chi fosse interessato) pare peraltro trascurare che i surplus primari in "most euro area countries" sono in realtà conseguiti a una fase di ripresa, dopo la recessione "double dip" 2008-2009 (crisi finanziaria) e 2011-2012 (austerità come soluzione alla crisi del debito pubblico), in cui la situazione è stata esattamente inversa: nella maggior parte dei Paesi dell'eurozona (Francia, Portogallo, Spagna, Finlandia, Irlanda, Belgio), tra il 2008 e il 2014 (e anche oltre), si realizzavano saldi primari negativi e si registravano deficit di bilancio ben oltre il 3%, prolungati e superiori all'interesse sul debito; e ciò ha progressivamente portato tali paesi (Spagna, Irlanda, Portogallo e naturalmente la Francia) verso una crescita nominale superiore all'interesse/onere sul debito pubblico, e quindi, poi, alla stabilizzazione e riduzione del rapporto DP/Pil. Ma ciò, in effetti, solo successivamente al 2015, e, non secondariamente, in virtù dell'inizio del programma di acquisto dei titoli (QE) intrapreso proprio dalla BCE...

Rammentiamo questa tabella, che lo studio *blanchardiano* della BCE pare non considerare:

PRIMARY SURPLUS

The primary surplus in the Italian public finances is one of the highest in the world, and the most stable among EU Member States over the last 20 years

www.mef.gov.it MEF

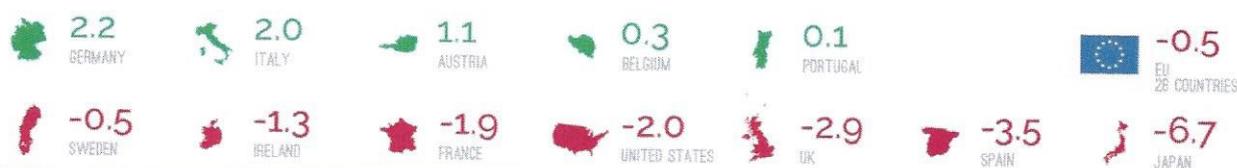
#prideandprejudice 1/6

GOVERNMENT PRIMARY BALANCE OF 5 MAJOR EU COUNTRIES 1995-2014

(% GDP)

YEAR	GERMANY		SPAIN		FRANCE		ITALY		UK	
	SURPLUS	DEFICIT								
95										
96	0.0	-5.9		-2.1		-1.9	3.9			-2.3
97	0.5		0.6	-0.3		-0.5	4.4			-0.7
98	0.9		1.1		0.8	-0.3	6.2		1.2	
99	1.5		2.1		1.3		4.8		3.1	
00	4.1		2.1		1.5		4.6		3.5	
01	0.0		2.4		1.5		4.8		3.8	
02		-0.9	2.2			-0.2	2.7		2.7	
03		-1.1	1.9			-1.1	2.4			-0.1
04		-0.9	1.9			-0.8	1.6			-1.5
05		-0.5	2.9			-0.5	1.0			-1.7
06	1.2		3.8		0.2		0.3			-1.5
07	3.0		3.6		0.1		0.9			-0.8
08	2.7			-2.9		-0.4	3.2			-0.7
09		-0.4		-9.3		-4.8	2.2			-2.8
10		-1.6		-7.5		-4.4		-0.9		-8.9
11	1.6			-7.0		-2.5	0.0			-6.7
12	2.4			-7.4		-2.3	1.2			-4.4
13	2.2			-3.5		-1.9	2.2			-5.4
14	2.1			-2.3		-2.3	1.7			-2.7

GOVERNMENT PRIMARY BALANCE, YEAR 2013 (PCT OF GDP)



Source: Amico - European Commission

8. E tanto per capire meglio il pacchetto:

a) la garanzia comune sui depositi (EDIS) si legherebbe in tal modo, seguendo le preannunziate intenzioni di Scholtz, a un *risk-weighting* sostanzialmente già definito, nelle sue metodologie di valutazione della sostenibilità del debito pubblico, all'interno dell'ESM2;

b) il bilancio comune dell'eurozona, per la convergenza e la competitività (BICC), si definisce, già nell'Eurogruppo del 9 ottobre 2019 (e sempre con la previsione di co-finanziamento, al 25%, dei "programmi" decisi, dunque aggiuntivo alla contribuzione già erogata dalle finanze dei vari Stati), con la seguente configurazione condizionale, rinvenibile attraverso i (complicatissimi) rinvii contenuti nella documentazione dell'Eurogruppo del 9 ottobre:

"...Member States to submit in spring proposals which should as a rule consist of packages of reforms and investments, linked to the NRP and compatible with the national budgetary process"

Cioè: gli Stati membri saranno tenuti a sottoporre, ogni anno, proposte "a primavera", che di norma consisteranno in pacchetti di riforme e investimenti, collegati al NRP-Programma nazionale di riforma (conseguente alle indicazioni del Country Report

annuale - che perviene entro la fine di febbraio, avviando il semestre europeo), e compatibili con il processo nazionale di bilancio.

8.1. Detto in termini più lineari: per vedere restituiti i propri soldi (già versati) da parte dell'Ue, - e sempre sapendo che comunque i programmi da essa stabiliti e approvati vanno cofinanziati al 25%-, occorre che le proposte di investimento siano mirate ad ottemperare alle richieste annuali della Commissione, che nel *Country Report* indica costantemente quali scostamenti si sono verificati dal rispetto delle regole sugli obiettivi intermedi di pareggio strutturale e sulla regola di riduzione progressiva del debito.

In assenza di ciò, le proposte non sono, evidentemente, approvabili e il finanziamento, comunque corrisposto dallo Stato, non verrebbe "restituito".

ALLEGATO- DATI E OSSERVAZIONI SULLA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Spread, fondamentali economici e condotte degli operatori finanziari

Dal punto di vista tecnico, il cosiddetto spread costituisce la misura, espressa in differenziale di interesse rispetto a un titolo analogo - nel caso di specie un equivalente bond emesso dallo Stato tedesco -, del sacrificio di prezzo che un investitore sostiene cedendo, sul mercato secondario, dei titoli di stato prima della loro scadenza.

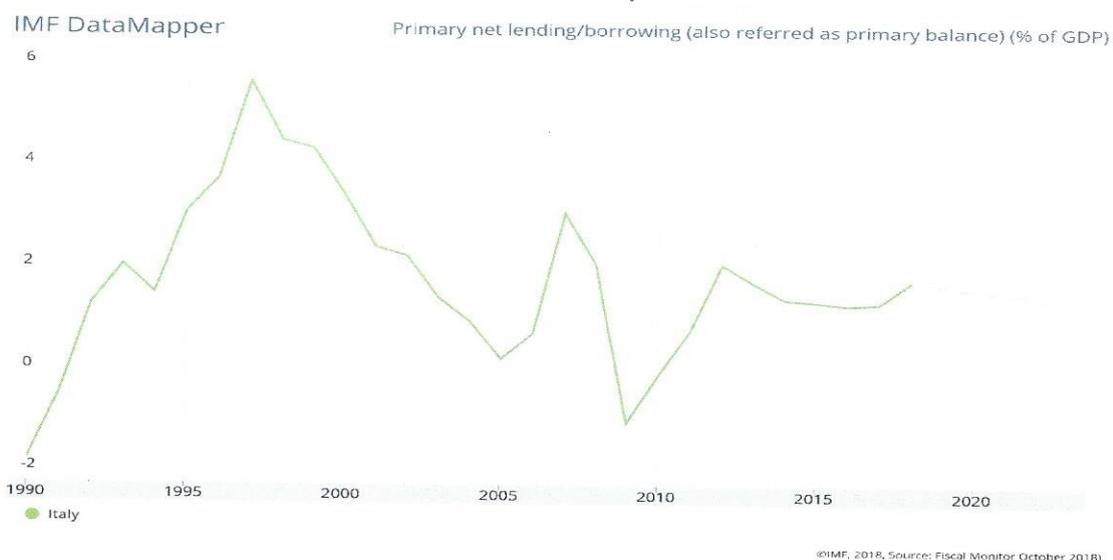
Le motivazioni di tale azione, che genera una perdita per chi vende e nessun effetto diretto per l'Ente emittente, possono essere le più disparate e riguardano, ovviamente, la situazione dello specifico investitore.

Una tensione sul mercato secondario, che generi un aumento strutturale dello spread, richiede però di essere monitorata con attenzione dallo Stato emittente; essa in effetti può essere originata da due cause che si alimentano l'un l'altra.

1. La prima causa è legata alla convinzione che lo Stato emittente possa avere difficoltà nel pagare le cedole sugli interessi che il titolo garantisce o addirittura a rifinanziare il proprio debito in scadenza e quindi a rimborsare il capitale.
2. La seconda ha natura speculativa ed è connessa alla possibilità, da parte degli investitori, di vendere titoli sotto la pari sul mercato secondario, che ha volumi molto più bassi, sostenendo delle perdite che provocano di conseguenza un aumento dello spread, con l'obiettivo di far aumentare i tassi sul mercato primario, che ha volumi molto maggiori, ottenendo qui un guadagno che più che compensa delle perdite realizzate sul mercato secondario. Una tale strategia, per avere successo, richiede che si creino le condizioni perché si realizzi una relazione diretta tra spread sul mercato secondario e rendimento da riconoscere sul mercato primario delle emissioni, in caso contrario risulterà perdente per gli speculatori.

Relativamente alla prima causa, lo Stato italiano non presenta alcun rischio legato al pagamento degli interessi dovuti. Alcuni dati possono facilmente dare conto della solidità del Paese su questo fronte. Come è possibile desumere dalla Figura 1, il nostro Paese registra un avanzo primario, ovvero la differenza tra le entrate tributarie e le spese pubbliche, calcolate al netto degli interessi passivi, costantemente positivo dal 1992, con le sole eccezioni del 2009 e del 2010.

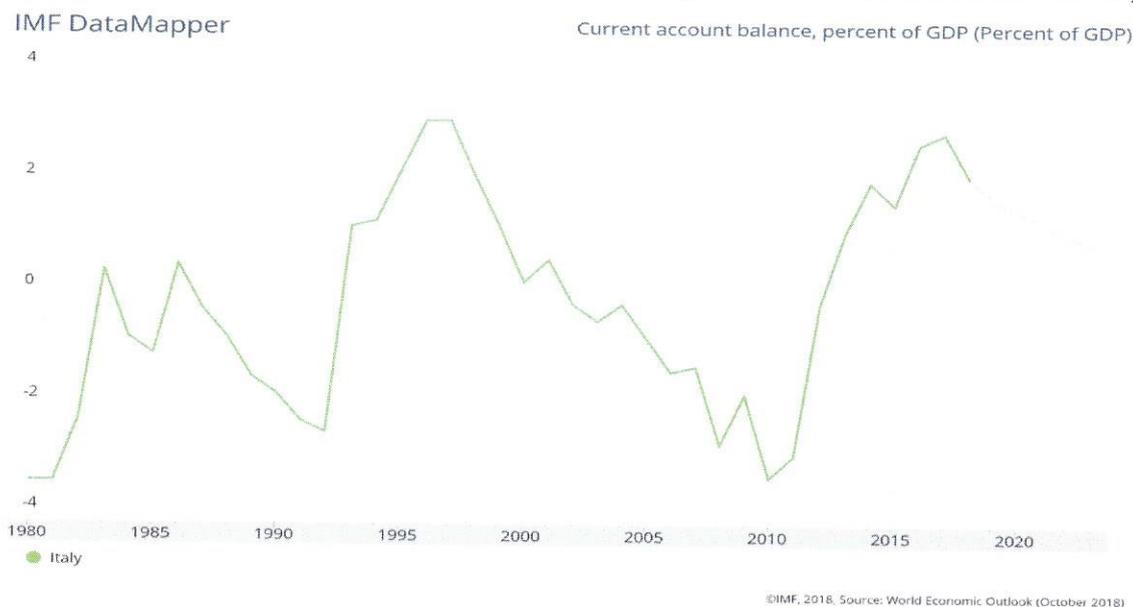
Figura 1. Saldo primario in percentuale al PIL



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. Fiscal Monitor

L'Italia registra inoltre un surplus del conto corrente della bilancia dei pagamenti, che registra le transazioni internazionali in merci, servizi, redditi primari e secondari (vedi Figura 2). Nel 2017, l'avanzo di conto corrente era pari a 47,8 miliardi di euro (2,8 per cento del PIL) in larga misura trainato dal saldo commerciale (differenza fra esportazioni e importazioni di merci) positivo per 56 miliardi di euro, nonostante il peso strutturalmente elevato degli approvvigionamenti energetici.

Figura 2. Conto corrente della bilancia dei pagamenti (in percentuale al PIL)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. World Economic Outlook

Se quanto appena osservato dovrebbe offrire un quadro rassicurante rispetto alla capacità del nostro Paese di pagare gli interessi, un discorso diverso riguarda i rischi connessi al rifinanziamento del debito in scadenza.

In linea generale, se si analizza il rapporto fra la ricchezza complessiva netta e il debito pubblico, non dovrebbero emergere particolari preoccupazioni. Sulla base degli ultimi dati ufficiali disponibili, ISTAT/Banca d'Italia stimavano l'ammontare della ricchezza netta detenuta dalle famiglie italiane e delle istituzioni sociali private in poco meno di 9.500 miliardi di Euro nel 2013⁷. Dei circa 10.500 miliardi di euro di attività lorde, circa 5.500 miliardi di Euro facevano riferimento alle abitazioni (pari al 53 per cento del totale), mentre le attività finanziarie ammontavano a più di 3.800 miliardi di Euro (37 per cento del totale).

7

Si veda Banca d'Italia, *La ricchezza delle famiglie italiane*. Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari. Anno XXV - Numero 69 - 16 dicembre 2015.

Nello stesso anno, attività finanziarie per circa 1.203 miliardi di Euro erano detenute sotto forma di circolante, depositi bancari e depositi postali. Nel 2014, tale ammontare era stimato pari a 1.239 miliardi di Euro. Nel 2017, il valore nominale del debito pubblico italiano era invece pari a circa 2.263 miliardi di Euro, di cui circa 730 miliardi di Euro detenuti da soggetti non residenti nel nostro Paese.

Naturalmente non esiste per le famiglie e le istituzioni sociali private italiane alcun obbligo di acquisto dei titoli di Stato. A riguardo, occorre tuttavia tenere presente che l'attuale regolazione bancaria sovranazionale attribuisce di fatto alle agenzie di rating il potere di indirizzare il risparmio degli italiani che passa attraverso il sistema bancario.

Come è noto, per effetto della regolamentazione sui requisiti minimi di capitalizzazione (che costituisce parte rilevante dei cosiddetti accordi di Basilea), le banche sono tenute a suddividere le loro attività in categorie prudenziali basate sulle loro caratteristiche evidenti (ad esempio, crediti verso imprese, mutui su immobili residenziali, ecc.), cui è poi attribuita una ponderazione in base al rischio per la quale è possibile avvalersi di valutazioni esterne di rating e sulla cui base è infine calcolato un coefficiente minimo di capitale. L'applicazione di tale regolamentazione può di fatto generare la paradossale situazione di creare artificialmente una condizione prefallimentare per il nostro Paese, pur in presenza delle risorse di "cassa" per far fronte agli impegni, facilitando di fatto enormemente la speculazione.

Nello scenario delineato, risulta quindi assolutamente verosimile che un operatore finanziario possa trovare conveniente accettare perdite sui bassi volumi del mercato secondario dei titoli di Stato, per poi realizzare maggiori guadagni sui più elevati volumi del mercato primario nell'ipotesi in cui l'aumento dello spread si traduca in rendimenti maggiori sui titoli di nuova emissione.

L'Italia in questo senso rappresenta un bersaglio ideale nell'area euro, essendo un Paese caratterizzato da elevati volumi di debito emesso, da assenza di rischi reali, ma anche da una subordinazione culturale che si è concretizzata nel tempo nell'accettazione di regole, sia relativamente alla gestione del nostro risparmio attraverso disciplina, coordinamento e controllo dell'esercizio del credito che alla gestione del collocamento del nostro debito, controproducenti agli interessi del Paese stesso in termini di mantenimento e rafforzamento della propria struttura produttiva e di salvaguardia del sistema di welfare.

Quanto all'assenza di rischi reali andrebbero infatti valutati non solo i fondamentali economici in termini di avanzo primario e surplus commerciale, ma anche il dato oggettivo di quanto è accaduto nel rifinanziamento del nostro debito nei venti anni di esistenza dell'euro.

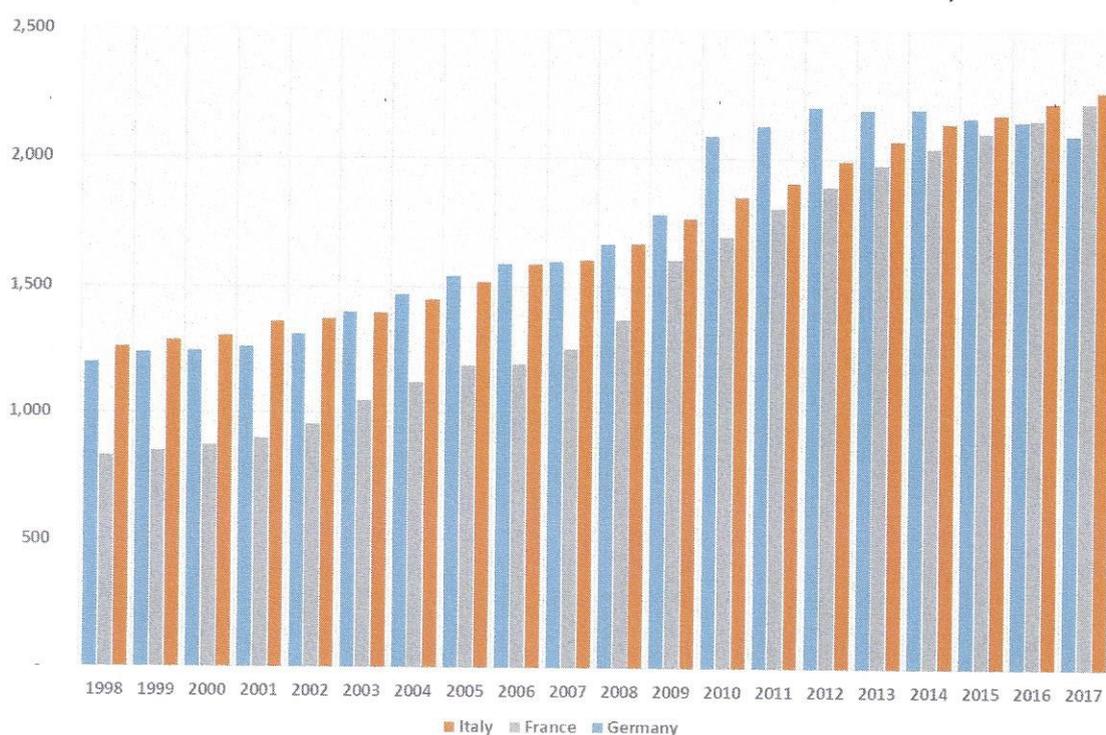
Si consideri infatti che, ipotizzando una vita media del debito di 6,79 anni (che è il valore calcolato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze sulla base della composizione dei titoli di Stato in circolazione al 30 Settembre 2018), lo Stato italiano ha rifinanziato interamente il proprio debito circa 3 volte dall'introduzione della moneta unica (tra l'altro aumentandolo come i principali partner europei), pagandone interamente il servizio. Un simile dato è altamente indicativo dell'assenza di un reale rischio legato al finanziamento del debito dello Stato italiano, così come della incapacità delle Agenzie di rating di stimare correttamente tale rischio.

Infatti, come riportato in qualunque testo base di finanza, un portafoglio di titoli con il rating migliore deve rendere esattamente quanto un portafoglio di titoli equivalenti con un rating basso a piacere. Lo spread, come differenza di rendimento tra le due categorie di titoli, deve compensare il mancato rimborso della quota capitale dovuto ad alcuni fallimenti delle attività più rischiose. In altri termini, lo Stato italiano ha pagato indebitamente, almeno negli ultimi venti anni, una sovraremunerazione sul proprio debito dovuta all'errore nel calcolo del suo rating.

L'andamento del debito nominale italiano rispetto agli altri maggiori Paesi dell'area euro fornisce altri riscontri a quanto appena osservato, evidenziando inoltre una serie di distorsioni ulteriori che ne sono conseguite.

Si consideri che all'inizio del 1999, il debito pubblico italiano in termini nominali era pari a 1.258 miliardi di euro, di poco superiore a quello della Germania (1.199 miliardi di euro) e relativamente più elevato di quello francese (829 miliardi di euro). Come è possibile osservare dalla Figura 3, alla fine del 2017, il debito pubblico italiano era aumentato di 1.005 miliardi di euro (+ 80 per cento). In Germania, nonostante un surplus commerciale cumulato di circa 2.506 miliardi di euro nel periodo 1999-2017, il debito pubblico è cresciuto in termini assoluti di 893 miliardi di Euro con un aumento percentuale di poco inferiore a quello italiano (+ 74 per cento). Nel 2017, infine, il debito pubblico francese era di 2.218 miliardi di Euro, un valore più di due volte e mezzo superiore a quello del 1999 (+ 167 per cento).

Figura 3. Debito lordo consolidato in Italia, Francia e Germania, 1998-2017



Fonte: AMECO, European Commission

Tali evidenze mostrano sotto una diversa prospettiva quanto prima osservato rispetto alla solidità finanziaria del nostro Paese e alle valutazioni erranee delle agenzie di rating rispetto alla sua rischiosità relativa. Nel periodo 1999-2017, l'Italia non solo ha rifinanziato il proprio debito, ma lo ha di fatto quasi raddoppiato in termini assoluti pagando spese per interessi molto maggiori di Francia e Germania.

Rispetto a tale dinamica è inoltre interessante evidenziare come si siano generati mutamenti significativi nella composizione del debito pubblico denominato in euro detenuto da soggetti non residenti nelle tre grandi economie del Continente. Alla fine del 2017, sulla base dei dati Eurostat e Banca Centrale Europea, la quota di titoli pubblici detenuta da soggetti non residenti era pari al 32,3 per cento (730 miliardi di Euro) in Italia, a fronte del 49,5 per cento in Germania (1.036 miliardi di Euro) e del 49,9 per cento in Francia (1.106 miliardi di Euro). All'inizio del 1999, i soggetti non residenti detenevano circa 340 miliardi di Euro di titoli italiani, 379 miliardi di Euro di titoli francesi e 478 miliardi di Euro di titoli tedeschi. Alla luce di tali dati è evidente come la Germania, ma soprattutto la Francia abbiano fatto ricorso in maniera crescente al mercato internazionale per finanziare la crescita del loro debito e, poiché i Paesi dell'area euro sono concorrenti nell'ottenere risorse dall'estero, ciò richiederebbe particolare attenzione nella gestione dei flussi del risparmio italiano e

nella scelta dei meccanismi per la determinazione del costo del nostro indebitamento.

In tal senso, l'attuale regolazione bancaria incentiva inevitabilmente una ricomposizione del portafoglio delle banche italiane che sono di fatto incoraggiate ad allocare una quota crescente del risparmio del nostro Paese al finanziamento del debito degli altri Paesi dell'area euro. Per il meccanismo sui requisiti minimi di capitalizzazione, una banca che decidesse di investire in un titolo con un rating peggiore ne risulterebbe infatti svantaggiata in termini di operatività e di effettiva capacità di finanziare e sostenere il tessuto produttivo, con esiti perversi sull'intero sistema economico, ciò nonostante il fatto che il debito implicito, ovvero l'insieme degli impegni futuri presi dallo Stato nei confronti dei cittadini in termini di prestazioni previdenziali, assistenziali e non solo, di Germania e Francia possa essere considerato molto più alto di quello italiano.