Finanziamento delle politiche e scenari del debito dopo il covid-19

Riccardo Realfonzo - 15 Aprile 2020

POLITICAL AND SOCIAL NOTES

La strada maestra per finanziare le politiche contro la crisi indotta dal coronavirus consiste nel finanziamento da parte delle banche centrali[1]. La *monetizzazione dei nuovi deficit statali, infatti, permette di disporre della leva finanziaria per attivare le risorse necessarie a costo zero e senza appesantire il* ***debito pubblico dei Paesi***. Questa è la principale soluzione praticata nel mondo per fronteggiare l'emergenza, dagli USA alla Cina, dalla Gran Bretagna al Giappone. L'**eurozona** dovrebbe seguire il medesimo percorso, prevedendo un piano europeo anti-virus e politiche fiscali concertate tra gli Stati, adeguatamente finanziate dalla **BCE**[2]. Ciò potrebbe avvenire con varie modalità tecniche e soluzioni legali, anche mediante l'acquisto di *titoli di* ***debito comune*** **(eurobond o recovery bond)** da parte della BCE. D'altronde, in una fase recessiva come quella che si prospetta, non possono nemmeno essere paventati rischi inflazionistici. Una alternativa al finanziamento della BCE, ma si tratta di un *second best*, potrebbe essere *l'emissione dei titoli di* ***debito comune verso il mercato****[3]*. Questa seconda possibilità non è certo a costo zero, ma comunque permetterebbe di non contabilizzare una crescita del debito pubblico dei singoli Paesi. Al contrario, il ricorso al *Fondo Salva-Stati (MES)*, non solo è a titolo oneroso ma soprattutto *determina l'erogazione di crediti che vengono contabilizzati nel debito pubblico dei Paesi che li ricevono.*

La discussione in Europa è ancora aperta sulla possibilità che vengano adottati strumenti di finanziamento comuni, che non determinino **crescita del debito**. Ma il tempo ha un costo molto elevato nella straordinaria crisi che stiamo vivendo e, nel caso che una soluzione all'altezza del problema non venga rapidamente trovata, *i Paesi dell'eurozona con la finanza pubblica più debole, e tra questi certamente l'Italia, potranno venire a trovarsi, già nel medio termine, in una condizione di* ***insostenibilità del debito***. Con la conseguenza di essere indotti a scelte drammatiche.

La vicenda dell'Italia nell'eurozona era stata già molto difficile dopo la crisi del 2008[4]. In quella fase, sotto l'incalzare della **Commissione Europea**, il Paese si impegnò nel praticare austerità nella finanza pubblica, realizzando ogni anno (unico in Europa, con la eccezione del solo 2009) manovre di bilancio in avanzo primario, cioè comprimendo la spesa pubblica di scopo a valori inferiori al prelievo fiscale. Per questo, furono vistosamente tagliati tutti i capitoli del welfare (a cominciare da sanità e ricerca) e tutti gli investimenti pubblici. Un dato su tutti: l'Italia ridusse a tal punto la percentuale degli investimenti pubblici sul pil rispetto alla media europea da accumulare tra il 2008 e il 2019 un sottoinvestimento di oltre 100 miliardi[5]. Quelle politiche hanno bloccato la crescita del Paese (nel 2019 l'Italia ancora non aveva recuperato il pil del 2008) e non hanno nemmeno realizzato l'obiettivo del "risanamento" della finanza pubblica per cui erano state concepite (il **rapporto debito pil** ha continuato a crescere). Solo i massicci acquisti di titoli del **debito pubblico** sul mercato secondario da parte della BCE, dopo la svolta del 2012 voluta da Draghi, hanno evitato che la crisi del debito sovrano italiano deflagrasse.

Ma con la crisi indotta dal covid-19, in assenza di una reale soluzione europea al finanziamento degli extradeficit, l'Italia rischia di finire nel baratro. E con lei il progetto di unificazione europea.

Vediamo, infatti, quali saranno gli scenari possibili per le finanze pubbliche italiane a seguito della crisi del coronavirus.

La grande maggioranza dei commentatori sono concordi nel ritenere che a **fine 2020 il debito pubblico italiano** salterà verso l'alto di almeno 15 punti di pil. Per tre semplici motivi. Il primo è la contrazione del denominatore del rapporto, il pil. Accantonata l'ipotesi irrealistica di una rapida ripresa, è chiaro che il tonfo del 2020 sarà addirittura maggiore di quello che si registrò nel 2008, allorché il pil italiano scese del 5,3%. Ad esempio, Confindustria stima, con ottimismo, una riduzione del pil del 6% (Confindustria 2020); mentre all'opposto Goldman Sachs si spinge a pronosticare un -11,6% (Goldman Sachs 2020). Il secondo motivo di incremento del **debito** risiede nell'aumento della spesa pubblica che in parte scatta automaticamente in condizioni di crisi (ammortizzatori sociali, aumento di imprese e famiglie che hanno condizioni per accedere ad aiuti e garanzie di welfare) e in parte è dovuto agli aumenti discrezionali in funzione anti-crisi. Solo con i decreti di marzo e aprile, essenzialmente finalizzati a sorreggere lo sforzo sanitario ed iniettare liquidità a favore delle famiglie e delle imprese, è possibile quantificare un aumento della spesa di circa 70 miliardi; ma il governo già annuncia altri interventi per rilanciare l'economia. E tutto ciò con l'auspicio che gli acquisti di titoli pubblici italiani sul mercato secondario da parte della BCE almeno per ora tengano a bada la speculazione[6], evitando variazioni degli oneri del debito pubblico. Il terzo motivo di peggioramento del quadro di finanza pubblico è il vistoso calo delle entrate fiscali che stiamo sperimentando al livello centrale e a quello periferico, come effetto della riduzione dei redditi, delle difficoltà delle imprese, del calo generalizzato delle attività (un calo che è possibile approssimativamente stimare nell'ordine del 40% del calo del pil, come d'altronde si verificò nel 2008).

Da queste considerazioni possiamo desumere due possibili scenari per il **debito pubblico italiano** in assenza di una soluzione europea per il finanziamento della spesa pubblica contro la crisi.

Se assumessimo una contrazione del pil del 6% nel 2020 e ci limitassimo a contabilizzare un incremento della spesa che scaturisce dai decreti di marzo e aprile, nonché il calo del prelievo fiscale*, il **debito pubblico** farebbe un salto che lo porterebbe dal 135% del pil di fine 2019 a superare il 153%, al termine dell'anno. Viceversa, se ipotizzassimo un calo del pil dell'11%, il debito balzerebbe intorno al 164% del pil*. Naturalmente, il **debito pubblico a fine 2020** crescerebbe ancora se il governo mettesse in campo, ricorrendo ad ulteriore deficit, ulteriori opportune misure per favorire la ripresa. Si tratterebbe di interventi indispensabili dal punto di vista del rilancio dell'economia (politiche industriali indispensabili per superare i blocchi alla produzione, investimenti pubblici) e che renderebbero più probabile una sia pur piccola ripresa già nel 2021, ma che nello scorcio d'anno farebbero accrescere ancora il rapporto **debito pil**. Viceversa, se anche per questi interventi si trovasse un finanziamento centralizzato in Europa essi darebbero una spinta al pil senza appesantire il debito e migliorando già nel 2021 la condizione della finanza pubblica.

Ma continuiamo a supporre che una soluzione in Europa non venga trovata. Ebbene, *con un debito pubblico compreso tra il 153% e il 164% del pil l'Italia si verrebbe a situare in un campo di difficile sostenibilità del debito*. Infatti, facendo ricorso alla celebre *condizione di sostenibilità del debito*[7] si può verificare quale sarebbe, su un piano prettamente contabile, *l'avanzo primario che stabilizza il rapporto tra debito pubblico e pil*, evitandone dunque un ulteriore incontrollato aumento, per ogni data differenza tra il tasso di crescita del pil nominale e il costo del debito. Ebbene, con le simulazioni semplificate che si possono fare allo stato attuale del ciclo, risulta chiaro che il Paese si verrebbe a trovare in estrema difficoltà nello stabilizzare il debito in termini percentuali del pil già nel 2021. Infatti, anche ipotizzando ottimisticamente per il 2021 un rimbalzo del 2,5% in termini nominali e un costo percentuale del debito invariato (il 2,6% del debito) grazie alle politiche espansive della BCE, *ne seguirebbe la necessità di avanzi primari nell'ordine rispettivamente del 2,3% e del 2,8% nei due scenari del debito* (153% e 164%). Si tratterebbe di uno sforzo imponente perché ciò implicherebbe che già l'anno seguente allo scoppio dell'epidemia il governo dovrebbe portare la spesa pubblica al di sotto del prelievo fiscale per importi superiori ai 40 miliardi[8]. Ma soprattutto, la (buona) teoria e le conferme econometriche ormai ci insegnano che il moltiplicatore della politica fiscale (ovvero la relazione tra la variazione della spesa pubblica e il pil) è positivo e ben maggiore di uno. Ciò semplicemente significa che un avanzo primario così ampio non si concilia con la crescita, ma anzi la impedisce, e dunque può addirittura favorire l'aumento del rapporto tra debito e pil. Rischiamo, insomma, di assistere a *una riedizione delle politiche di austerità in chiave ancora più drammatica di quella sperimentata dall'Italia dopo la crisi del 2008. Austerità recessiva e gravissima difficoltà nello stabilizzare il debito*.

A seguito del salto del debito pubblico, in assenza di un finanziamento europeo dei piani anti-virus, l'Italia incontrerebbe dunque enormi difficoltà nel seguire un sentiero di stabilizzazione del debito. A ben vedere*, la capacità effettiva di arrestare la crescita del rapporto debito pil verrebbe a dipendere soprattutto da variabili che sfuggono al controllo della politica economica nazionale*. Il Paese sarebbe insomma pericolosamente in balia degli eventi internazionali. Il ragionamento appena svolto, crollerebbe infatti se il costo del debito non rimanesse stabile. In effetti, solo le politiche di acquisto differenziato dei titoli del debito pubblico dei diversi Paesi sul mercato secondario da parte della BCE potrebbero compensare le tendenza all'aumento degli spread causata dall'incremento del rapporto debito pil. Ma cosa accadrebbe se, passata la fase acuta della crisi, la BCE rilassasse queste politiche (ripristinando ad esempio la regola del *capital key*) o addirittura se le

dismettesse del tutto? La speculazione internazionale tornerebbe a mordere e il quadro della finanza pubblica italiana non sarebbe più sostenibile. Del pari, il ragionamento prima effettuato crollerebbe se, passata la fase acuta della crisi, i Paesi europei decidessero di tornare al Patto di Stabilità ora accantonato, magari chiedendoci di intraprendere un sentiero non già di stabilizzazione bensì di abbattimento del debito, fissando un avanzo primario ancora più alto. Anche in questo caso, la recessione accentuerebbe la rovina delle finanze pubbliche italiane.

Una volta chiarito che all'indomani della pandemia il debito pubblico italiano farà un balzo verso un territorio di difficilissima sostenibilità e che questa potrebbe dipendere da fattori che sfuggono del tutto alla politica economica nazionale, chiediamoci quali sarebbero le possibili politiche che il Paese potrebbe mettere in campo in queste difficilissime condizioni. Una classica manovra che risolve i problemi ai Paesi debitori è l'inflazione, che riduce il valore reale dei debiti ed aumenta il tasso di crescita nominale del pil. Ma questa possibilità evidentemente sfuggirebbe alla politica economica italiana nel contesto dell'unione monetaria, per il semplice fatto che la politica monetaria è governata dalla BCE. Anche la sterilizzazione bilanciata delle quote dei debiti sovrani, e quindi anche dei titoli italiani, possedute dalla BCE e dalle banche centrali nazionali potrebbe essere di aiuto, ma evidentemente anche essa non è nella disponibilità di un singolo governo. Restano allora *altre strade impervie, deflazionistiche, per il futuro italiano, come la ristrutturazione del debito, il drastico incremento dell'imposizione fiscale, forme di espropriazione di ricchezza* (risparmio forzoso). Infine, *l'Italexit*, la strada del ritorno alla sovranità monetaria, con la possibilità di ripagare il debito in una moneta emessa liberamente dallo stato italiano[9].

Oggi è ancora possibile evitare questi scenari drammatici. L'Unione Europea può decidere di andare in soccorso a tutti i Paesi con una monetizzazione degli extradeficit da parte della BCE o, ma si tratta di un *second best*, con l'emissione di titoli di debito comuni per il mercato. Solo queste soluzioni, non il **MES**, potrebbero evitare l'esplosione dei debiti pubblici. A tutto vantaggio dei Paesi con le finanze più deboli ma a ben vedere dell'Europa nel suo insieme.

Bibliografia

Amato M. (2020), "L'eurozona fra il pericolo della dissoluzione e l'occasione di un ripensamento", economiaepolitica.it, 11 aprile;

Blanchard O., Pisani-Ferry J. (2020), "Monetisation: Do Not Panic", *VOXEU*, April 10;

Brancaccio E., Realfonzo R. and others (2013), "The economists' warning", *Financial Times*, September 23;

Brancaccio E., Realfonzo R., Gallegati M e Stirati A. (2020), "With or without Europe: Italian economists for an anti-virus plan", *Financial Times*, March 13;

Delli Gatti D., Gallegati M., Gallegati M. (2019), *Macroeconomia. Fatti, teorie, politiche*, Giappichelli, Torino;

De Grauwe P. (2020), "The ECB Must Finance COVID-19 Deficits", *Project Syndicate*, March 18;

Domar E. (1944), "The burden of the debt and the national income", *American Economic Review*, 34;

Galí, J (2020), "Helicopter money: The time is now", *VOXEU*, March 17;

Pasinetti L. (1998), "The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht parameter", in *Cambridge Journal of Economics*, 22.

Pasinetti L. (2000), "On concepts of debt sustainability: a reply to Dr Harck", in *Cambridge Journal of Economics*, 24.

Realfonzo R. (2019a), "L'Europa malate e le riforme necessarie", *economiaepolitica.it*, 13 aprile;

Reafonzo R. (2019b), "100 miliardi di sottoinvestimento pubblico e deficit di competitività. L'Italia ha bisogno di politiche industriali", *economiaepolitica.it*, 20 settembre;

Realfonzo R. (2020), "Crisi sistemica, serve un nuovo paradigma", *Il Sole 24 Ore*, 24 marzo;

Realfonzo R., Viscione A. (2015a), "Gli effetti di una uscita dall'euro su crescita, occupazione e salari", *economiaepolitica.it*, 22 gennaio;

Realfonzo R., Viscione A. (2015b), "The Real Effects of a Euro Exit: Lessons from the Past", *International Journal of Political Economy*, vol. 44, n. 3, pp. 161-173;

Stirati A. (2020), "L'Italia, l'Europa e la crisi da coronavirus", *economiaepolitica.it*, 1 aprile.

---

[1] Desidero ringraziare Rosaria Rita Canale, Roberto Ciccone, Mauro Gallegati, Sergio Levrero, Stefano Lucarelli e Antonella Stirati per i commenti che mi hanno consentito di migliorare questo lavoro.

[2] La necessità di un piano europeo antivirus con politiche fiscali coordinate e finanziamento centralizzato è descritta nel documento "With or without Europe: Italian economists for an anti-virus plan" pubblicato sul *Financial Times* il 13 marzo 2020 e in italiano su *economiaepolitica.it* (Brancaccio, Realfonzo, Gallegati e Stirati 2020). Sulla preferibilità di un finanziamento della BCE si rinvia a De Grauwe (2020), Realfonzo (2020), Stirati (2020), Galì (2020). In questa direzione anche l'appello dei 101 economisti affinché il governo non firmi un accordo europeo che escluda il finanziamento della BCE ai piani per fronteggiare la crisi del coronavirus.

[3] A riguardo rinvio ad Amato (2020) e Stirati (2020).

[4] Sui limiti dell'assetto istituzionale e delle regole dell'eurozona si rinvia a Realfonzo (2019a). Sul rischio di implosione dell'eurozona si rinvia a *The economists' warning* (Brancaccio e Realfonzo 2013).

[5] Rinvio a riguardo a Realfonzo (2019b).

[6] Il riferimento è al the "pandemic emergency purchase programme" (PEPP) varato dalla BCE. A riguardo si rinvia a Blanchard and Pisani-Ferry (2020).

[7] La condizione suddetta può essere scritta nel seguente modo:

$$\frac{T-G}{Y} = (r-g)\frac{B}{Y}$$

dove il termine (T – G)/Y rappresenta l'avanzo primario che stabilizza il rapporto tra debito e pil (B/Y), r il costo medio del debito pubblico, g il tasso di crescita del pil nominale. A riguardo si vedano Domar (1944), Pasinetti (1998) e (2000), Delli Gatti, Gallegati e Gallegati (2019). Può essere interessante rileggere la vecchia proposta per l'Italia (del lontano 2006), purtroppo restata inascoltata, di un piano per la stabilizzazione del debito pubblico in opposizione alle politiche di abbattimento del debito.

[8] Si noti anche che l'avanzo primario deciso dal governo per il 2020 era "solo" l'1,1% del pil.

[9] Sulle conseguenze macroeconomiche di una uscita dell'Italia dall'euro si rinvia a Realfonzo-Viscione (2015a) e (2015b).

Stabilizzazione del rapporto **debito pubblico 2020** pil

debito pubblico 2020

Stabilizzazione del debito pubblico 2020

Categorie 2020 anno 12 n. 19 sem. 1, Europa e mondo, I contributi più recenti, La crisi economica del coronavirus **Tag** Coronavirus, social and political notes

---

Riccardo Realfonzo

Professore ordinario di economia politica nell'Università del Sannio, dove presiede il Corso di laurea in Economia Aziendale. È anche direttore...

2 Commenti Economia e Politica Privacy Policy di Disqus Accedi

Consiglia Tweet Condividi Ordina dal migliore

Partecipa alla discussione...

ENTRA CON O REGISTRATI SU DISQUS

Nome

Locemarx
10 giorni fa

Finora il migliore articolo letto sull'argomento. Chiarezza cristallina. Complimenti.

Rispondi

Ettore Paolino
11 giorni fa

Concordo al 100% con questa linea di pensiero che è sicuramente controcorrente rispetto alla vulgata dominante sui media televisivi. Io,da anni, seguo quasi tutti i talk serali di attualità (ho scritto questo piccolo saggiohttps://www.lafeltrin... cercando di evidenziare le principali distorsioni informative mediatiche sui temi di finanza pubblica) e trovo veramente insopportabile ascoltare e sentire su tutti i talk (che sono solo apparentemente pluralisti,in realtà sono tutti allineati sulla medesima linea di pensiero e ciò vale sia per quelli della Sette,sia per quelli della Rai/Mediaset) sempre e soltanto gli stessi Economisti mainstream:Monti,Cottarelli,Fornero,Tabellini,Giavazzi/Alesina,DE Romanis,Quelli dell'Istituto Bruno Leoni,etc che dicono tutti sempre le stesse cose: Spesa Pubblica abnorme e fuori controllo, avanzi primari al 4.5% annuali per contenere il Debito,e ora sono tutti allineati nel sostenere che Il Mes tutto sommato è una buona cosa (perchè non sarebbe più il Mes del 2012). E'veramente antidemocratico che la stragrande maggioranza dei cittadini che non sanno nulla di economia (che sono il 90% della popolazione) non possano accedere ad una linea di pensiero eterodossa come quella che rappresentate voi in questo sito e debbano perciò credere che quello che sostengono Monti,Giavazzi e Cottarelli sia la verità assoluta e rappresenti il punto di vista Ufficiale della Scienza Economica! Mi chiedo se per cambiare questo andazzo non dipenda anche da voi:perchè non scrivete a Floris,alla Gruber,a Formigli,a Bianca Berlinguer e tutti gli altri chiedendo,in nome del pluralismo delle idee, di essere ospitati per rappresentare un punto di vista diverso su quello che accade in economia?

vedi altro

Rispondi

Iscriviti Aggiungi Disqus al tuo sito webAggiungi DisqusAggiungi Non vendere i miei dati DISQUS

L'eurozona fra il pericolo della dissoluzione e l'occasione di un ripensamento

Alcune osservazioni sulle conseguenze economiche del coronavirus

Con o senza l'Europa: economisti italiani per un piano 'anti-virus'

8,261
Likes

1,828
Followers

Indici della Rivista

2020 anno 12 n. 19 sem. 1
2019 anno 11 n. 18 sem. 2
2019 anno 11 n. 17 sem. 1
2018 anno 10 n. 16 sem. 2
2018 anno 10 n. 15 sem. 1
2017 anno 9 n. 14 sem. 2
2017 anno 9 n. 13 sem. 1
2016 anno 8 n. 12 sem. 2
2016 anno 8 n. 11 sem. 1
2015 anno 7 n. 10 sem. 2
2015 anno 7 n. 09 sem. 1
2014 anno 6 n. 08 sem. 2
2014 anno 6 n. 07 sem. 1
2013 anno 5 n. 06
2012 anno 4 n. 05

2011 anno 3 n. 04

2010 anno 2 n. 03

2009 anno 1 n. 02

2008 anno 0 n. 01

I fatti ci hanno dato ragione

Sostieni la nuova economiaepolitica.it

Realfonzo su Micromega

L'Europa malata e le riforme necessarie | Riccardo Realfonzo

Riccardo Realfonzo · 13 Aprile 2019

link

Lettera degli economisti contro le politiche di austerità (2010)

Monito degli economisti (2013)

Da non perdere

Una stima degli effetti macroeconomici del Fiscal Compact

Giovanna Ciaffi, Matteo Deleidi, Enrico Sergio Levrero · 22 Maggio 2019

Tag

Coronavirus

Politiche economiche

Banche e Finanza

Lavoro e diritti

Industria e Mercati

Il pensiero economico

La crisi economica del coronavirus

Autori

Multimedia

Rassegna Stampa

Cerca...

Contattaci: redazione@economiaepolitica.it

Chi siamo

I nostri autori

La redazione

La rivista

Categorie

Politiche economiche

Banche e finanza

Lavoro e diritti

Industria e mercati

Il pensiero economico

Copyright

Copyright e disclaimer

Responsabile intellettuale

Prof. Riccardo Realfonzo
Demm - Università degli Studi del Sannio, Via delle Puglie, 82 - 82100 Benevento

Peer Reviewed Journal

Privacy policy

Informativa GDPR

economiaepolitica.it @2020

Economia e Politica è una pubblicazione online registrata con **ISSN 2281-5260**