

di Gabriele Pastrello

## **1. Premessa**

La chiusura della vicenda ex-Recovery Fund e oggi Next Generation Fund[1] ha scatenato in Italia un diluvio di polemiche[2].

Da un lato gli entusiasti. Quelli che avevano sofferto dell'atteggiamento negativo dell'Unione rispetto al sostegno ai paesi in difficoltà, e che vedono nel Next Generation Fund l'opportunità di ravvivare la speranza nella 'riformabilità' dell'Unione Europea. Che addirittura parlano di momento Hamiltoniano[3], che ovviamente non c'entra nulla col NG. Che verrà finanziato con l'emissione di titoli sotto la responsabilità comunitaria della Commissione, ma che evidentemente non ha, né nessuno intendeva avesse, un ruolo rispetto al debito pregresso degli Stati[4].

Dall'altra parte, chi a tutti i costi cerca di minimizzare funzioni ed effetti di questa scelta, senza avvertire che la vera novità di questa misura non è certo un'improvvisa e poco credibile 'generosità' europea - di cui si cerca di dimostrare l'inconsistenza al di là dell'evidenza - quanto la scelta di affiancare un consistente finanziamento (come incentivo obbligante) alle tradizionali richieste di condizionalità sia nel senso di 'riforme' sistemiche che nel senso del 'rigore finanziario'; condizionalità a loro volta rafforzate dal 'freno olandese'.

La vera novità starebbe nell'aver introdotto una strategia del 'bastone & carota' al posto di quella del solo 'bastone', come fu il caso di quando, col governo Monti, ci venne imposta l'adesione senza riserve al Fiscal Compact, con la conseguenza che la debole ripresa italiana post-crisi venne spezzata, e il paese non ha ancora riguadagnato i livelli del Pil pre-2008.

Strategia che, con mia sorpresa, ho visto enunciata in Germania già prima dell'epidemia: ma che ha fatto fatica a materializzarsi nonostante l'epidemia (ci sono voluti quattro mesi di scontri intraeuropei e colpi di scena). E una volta formulata ha incontrato la fiera opposizione dei paesi cosiddetti 'frugali'. Ma alla fine passa nelle dimensioni proposte da Macron e Merkel. Per cui ci si chiede: dopo tante giravolte, qual è l'entità della misura, e in particolare per l'Italia, e quali gli effetti; quali i condizionamenti legati a questa misura (oggetto di lunghe riflessioni da parte di molti commentatori). Quale l'effetto politico sulla situazione italiana, che a mio parere risulta fortemente cambiata sia dall'epidemia che da questa nuova strategia 'europea' verso l'Italia di 'bastone & carota'. Per cui il pezzo presenta la seguente articolazione: 1. *Premessa*, 2. *Germania, un dibattito sottotraccia*, 3. *Verso la 'carota'*, 4. *I numeri della 'carota'*, 5. *Bastone & carota. Le conseguenze macro*, 6. *Il 'bastone' e le trappole*, 7. *Le conseguenze politiche del NG in Italia*.

## **2. Germania, un dibattito sottotraccia**

Che la novità sia proprio il 'bastone & carota' ha un'inattesa conferma proprio dalla Germania. Il 17 dicembre 2019 esce infatti sull'*Handelsblatt* un articolo a firma del prof. Harald Benink della Tilburg University[5], dal titolo 'Ein Grand Deal mit und für Italien'[6].

È curioso che questo intervento che, come si vedrà dal seguito, apre un tema cruciale della politica dell'Unione (i 'limiti' dell'austerità) e del rapporto della Germania con l'Italia - perché di questo l'articolo tratta -, sia effettuato da un docente di un'università olandese con forti legami con gli USA[7]. Ma la cosa rilevante è che quel suggerimento, attuato successivamente quasi fedelmente, peraltro, sia comparso su un importante quotidiano tedesco[8].

Questo pezzo è tanto più interessante nella misura in cui inizia in linea con la classica tesi tedesca, e più in generale rigorista europea, che le politiche monetarie della BCE, permettendo una riduzione dello spread[9], abbiano ridotto l'incentivo sia alla disciplina fiscale che all'«introduzione di riforme economiche di vasta portata» cioè, al solito, «drastiche riforme strutturali nel mercato del lavoro [come se non ce ne fossero state - GP] e dei servizi, nella riscossione delle imposte e nel sistema pensionistico» (ed ecco comparire il 'bastone')[10].

Successivamente il prof. Benink enuncia con chiarezza il quadro dell'iniziativa proposta: cioè che per far digerire all'Italia le 'riforme' sia necessario aggiungere un sostegno, la 'carota'. Serve, dice l'autore, un "piano d'azione economico e politico per i prossimi cinque anni che metta in collegamento un'agenda dettagliata per le riforme economiche e strutturali da realizzare con dei potenziali investimenti europei". E continua: "La sfida è quella di prevenire un'escalation della crisi politica tra Italia ed Europa" (leggi, l'avanzata dei partiti 'populisti').

Quindi, conclude: "È giunto il momento di stringere un grande accordo fra Italia ed UE per migliorare la situazione politica". Ed è interessante che si rivolga alla nuova Presidente, la von der Leyen, e anche alla Lagarde, per proporre il 'nuovo rapporto' con l'Italia (quindi, quello era il tema già prima dell'epidemia)[11].

E aggiunge: "Un simile approccio fatto di carota e bastone [sic!] non è mai stato provato prima", approccio che, infatti, potrebbe "far accettare misure anche difficili da parte dell'elettorato" (le 'riforme'). Inoltre, Benink propone "passi concreti sul piano normativo e nell'attuazione delle riforme. Alla fine di ciascuno (sic!) di questi cinque anni, si dovrà quindi verificare se l'Italia ha attuato le misure concordate"[12].

Non è il NG (l'epidemia è di là da venire); ma pare proprio il fratello gemello. C'è tutto quello che c'è scritto nei documenti europei del Next Generation; e anche quello che non c'è scritto. Il ché suggerisce alcune riflessioni.

Evidentemente, anche prima della pandemia si stava sviluppando un dibattito sottotraccia, in Germania, sul rapporto con l'Italia circa la tradizionale ricetta basata esclusivamente sull'«austerità», linea che magari qualcuno auspicava, più o meno esplicitamente, che portasse all'uscita dell'Italia dall'euro, per via della sua insostenibilità (come è parso chiaramente sia in anni lontani, ma anche più di recente, dagli interventi del prof. Sinn, più implicitamente di Schäuble;[13] e di altri, forse la Bundesbank e la Corte Costituzionale).

Lo sviluppo della pandemia, le sue conseguenze economiche, ma più ancora quelle possibili politiche hanno costituito, a mio parere, un elemento cruciale che ha favorito la svolta del NG. Ma, ancor più interessante è che l'approccio, per così dire filo-italiano, partiva dalle stesse premesse ordo-liberiste tradizionali, solo con più attenzione per le conseguenze economico-politiche della linea dell'«austerità» in rapporto alle condizioni politiche italiane. Da cui la richiesta di affiancare al tradizionale 'bastone' ordo-liberista, una nuova, e solo tatticamente keynesiana, 'carota'. Intenzione che penso solo l'epidemia abbia permesso di realizzare.

### **3. Verso la 'carota'**

Dal 29 gennaio, quando una coppia di cinesi di Wuhan viene ricoverata a Roma, il virus irrompe in Italia, e in Europa.

Dalla metà di febbraio i contagi si impennano in Europa, in Italia, ancor più in Spagna e poi in Francia, Germania e UK. In Italia tra esitazioni e giravolte di Governo e forze politiche si arriva a

prime misure di lockdown locale per le situazioni più gravi[14], e poi ai primi di marzo al lockdown totale in Italia.

Ma fin dall'inizio appare evidente la dinamica economica. Lockdown significa chiusura dell'apparato produttivo e commerciale (per quanto in misura diversa), e quindi interruzione del flusso di redditi distribuiti dalle imprese e contestuale caduta catastrofica della domanda (avverrà in tutti i paesi). A questa crisi di domanda provocata dallo shock di offerta, si può fare fronte in un solo modo, sussidiando imprese e famiglie dal bilancio dello Stato (necessariamente in deficit sia per l'entità dell'intervento che per la caduta delle imposte). Le conseguenze per l'Italia in particolare sono prevedibili e preoccupanti: esplosione del deficit, da coprire emettendo titoli e quindi facendo crescere il rapporto debito/Pil. Siccome questo aumento sarebbe dovuto avvenire in un momento in cui il quantitative easing era stato prorogato in funzione anti-recessiva, ma di dimensioni ridotte rispetto alle necessità create dalla pandemia, la crescita dell'indebitamento senza un intervento mirato della BCE, rischiava di far saltare lo spread e riapriva la prospettiva di default, e quindi di Trojka[15].

Si può immaginare lo sconcerto italiano alla dichiarazione della rappresentante tedesca nel Board, la Schnabel, che non era compito della BCE occuparsi dello spread[16]. Questa dichiarazione, inoltre, avveniva sullo sfondo di un'opinione pubblica europea che rispondeva all'espandersi dell'epidemia con una chiusura dura e miope[17], quasi imputando all'Italia la gravità della situazione epidemica. La situazione tocca il fondo il 12 marzo quando Christine Lagarde, Presidente della BCE, rilancia la dichiarazione della Schnabel: non è compito della BCE occuparsi dello spread, afferma pubblicamente. Sembra un cedimento strategico alla posizione della Bundesbank contro la politica monetaria espansiva della BCE, e un rovesciamento totale della linea Draghi.

Fino a quel punto le élite dirigenti italiane che avevano accettato e sopportato tutto senza neppure un mugugno: il commissariamento del Governo italiano con Monti, il Fiscal Compact con conseguente recessione che aveva spezzato la già debole ripresa italiana, e aveva messo in grave difficoltà il sistema bancario italiano, e non avevano reagito alle proposte di unificazione bancaria che rischiavano di far saltare il sistema bancario italiano[18], comunicando la crisi al debito sovrano (con minaccia di default), parvero svegliarsi.

A stretto giro di posta il presidente Mattarella rispose alla dichiarazione della Lagarde con un: 'Non mettete ostacoli'. Detto da un europeista allineatissimo, e uso a un sottotono quasi impercettibile, questa dichiarazione poteva apparire come un colpo di cannone. E l'ufficialità dell'istituzione indicava la compattezza delle élite italiane, politiche ed economiche. Ma soprattutto, poteva essere interpretata come una minaccia di saldatura tra élite e malcontento anti-europeo che stava montando in Italia. Stavolta le élite italiane avevano realizzato che, senza la copertura della BCE, affrontare l'epidemia avrebbe portato a un possibile default, con conseguente esproprio di tutti gli asset italiani; alla greca, per l'appunto.

Ma ci volle del tempo perché quest'irrigidimento italiano facesse maturare un cambiamento al vertice europeo. Due mesi per il lancio della proposta Macron-Merkel-von der Leyen, e altri due per la sua accettazione. Quattro mesi segnati da novità, impensabile in altri tempi, come la formazione di uno schieramento di nove paesi sotto l'egida francese che chiedeva l'emissione di eurobond[19] per poter affrontare le conseguenze economiche dell'epidemia; cui si opponeva l'ostinato rifiuto dei quattro paesi detti 'frugali'[20] a qualsiasi intervento, e in particolare all'emissione di eurobond.

Quattro mesi di scontri duri pubblici, di riunioni interminabili di Ecofin, Eurogruppo e di Consiglio europeo senza esiti, di abbandoni delle riunioni da parte di Italia e Spagna, di minacce e proposte francesi, di rifiuti di firmare comunicati congiunti, di proposte europee ricevute con sospetto (vedi il prestito MES[21]), et hoc genus omne.

Ma intanto, alla dura presa di posizione di Mattarella erano seguiti alcuni accadimenti importanti. La retromarcia della Lagarde sullo spread il 13 marzo. Il 23 veniva annunciata la sospensione del Patto di Stabilità[22]. La lettera di Draghi al Financial Times, il 25 di marzo, e i due articoli dello Spiegel contro l'opinione pubblica ma anche il ceto politico tedesco, il 7 e il 24 di aprile[23]. Tutti segnali che la situazione si era messa in movimento.

La risposta immediata di Mattarella suggeriva che da giorni la dirigenza italiana si aspettasse la dichiarazione della Lagarde[24], ma forse la Lagarde non si aspettava la reazione italiana. Il giorno dopo fece un comunicato in cui diceva di essere stata fraintesa ma, soprattutto, il 19 i giornali annunciano un suo nuovo programma di acquisti di titoli da parte della BCE, il PEPP, un quantitative easing specifico, calibrato sulla necessità di far fronte alla crisi finanziaria da epidemia; un voltafaccia stupefacente, da allora sempre confermato nei programmi della BCE[25].

Il 20, la Commissione[26] suggerisce l'utilizzo della clausola di salvaguardia per la sospensione del Patto di Stabilità che, il 23, viene decisa dall'ECOFIN[27] (ma il testo recita che "I ministri rimangono pienamente impegnati a rispettare il Patto di Stabilità e Crescita"). Il 25, il FT pubblica una 'lettera aperta' di Draghi, che esordiva con l'affermazione dello stato eccezionale che richiedeva mezzi eccezionali. Mettendo così in mora tutti i richiami al rispetto delle 'regole'[28]. Proponendo un serie di interventi, centrati sul sistema bancario, ispirati alla sua tattica di aggiramento delle rigidità dei Trattati, già messa in atto fin dal suo insediamento alla guida della BCE. Ma ancora più interessanti sono le sue dichiarazioni contro il tabù del debito; indicando una linea di superamento del Patto di Stabilità[29].

La vera novità però sono i due articoli dello Spiegel, dai titoli durissimi. Il primo (del redattore capo Klusmann) del 7 marzo: "Il rifiuto tedesco degli Eurobond è non solidale, gretto e vigliacco"; il secondo, il 25: "La fatale caricatura tedesca dell'Italia"[30]. Per la prima volta emerge in Germania un'opposizione alla linea dei falchi. Ma è improbabile sia un'autocritica radicale per la «caricatura», alla cui formazione lo Spiegel stesso ha contribuito in passato, quanto un richiamo alla dirigenza tedesca che si sta arrivando un punto di rottura[31]. Dopo aver tolto all'Italia con le regole di Maastricht la possibilità di risposta autonoma ad un'emergenza, pensare di poterne approfittare può essere politicamente molto dannoso, come già aveva sostenuto l'Handelblatt. Per l'Europa, per la Germania stessa, e il suo progetto ordo-liberista.

Ma tutta questa pressione sembra portare invece a una controffensiva dei falchi. Il 5 maggio la Corte di Karlsruhe porta un attacco durissimo alla BCE, e alla sua politica monetaria, riecheggiando i temi del Rapporto dei 5 Saggi, e addirittura minacciando di ordinare alla Bundesbank il ritiro dai programmi di acquisto, se non ottiene una risposta soddisfacente della BCE entro il 5 agosto[32]. L'attacco è sulla politica pregressa della BCE, sul quantitative easing iniziato nel 2015, ma è evidente per tutti che la Corte sta attaccando la politica della BCE rispetto alla pandemia, soprattutto rispetto all'Italia, e in generale alla detenzione in BCE di titoli dei debiti sovrani[33].

La sensazione è enorme, e l'idea che la Bundesbank possa ritirarsi da un programma BCE evoca scenari inimmaginabili. Ma segue una reazione francese durissima due giorni dopo. Al che, il 15, il

prof. Sinn ribadisce la posizione della Corte, addirittura sostenendo che se la Francia vuole una condivisione alla pari della governance europea ciò implica una cooperazione militare.[34] Ma il 18 maggio la svolta: Macron e l'Ufficio stampa del Governo tedesco[35] annunciano un'iniziativa europea[36]. Macron e la Merkel in conferenza stampa congiunta annunciano un Recovery Fund per 500 miliardi a fondo perduto per i paesi più colpiti dalla pandemia. A quest'annuncio si allinea la presidente della Commissione, la von der Leyen e, con i documenti della Commissione del 27 maggio[37], il Recovery Fund cambia nome, diventando Next Generation (NG) e assume le dimensioni globali attuali. Ai 500 miliardi come grant annunciati da Macron e Merkel, si aggiungono altri 250 come loan, e si raggiunge la cifra di 750 che, come vedremo, resterà[38].

#### **4. I numeri della 'carota'**

La discussione sui numeri dell'intervento è stata abbastanza confusa. Non da ultimo per responsabilità dei paesi 'frugali' che hanno fatto della distinzione iniziale del titolo secondo cui verranno concessi i fondi (grant e loan) una bandiera simbolica per i loro elettorati; come anche per un posizionamento sulle politiche economiche dell'Unione; come si è visto anche dai rebates ottenuti nella seduta finale del Consiglio europeo, sui pagamenti dovuti al bilancio europeo[39].

Dal momento dell'annuncio del Fondo fatta dalla coppia Macron Merkel[40], e ribadita dalla von der Leyen, la discussione infuriò, con l'opposizione furibonda dei paesi cosiddetti 'frugali', Austria Olanda, Danimarca, Svezia e poi anche Finlandia. Questa opposizione è riuscita solo, però, a portare il Recovery Fund in senso stretto a 672 miliardi, dagli iniziali 750 (che, ciononostante, resta la cifra complessiva del fondo; il resto è attribuito a una serie di ulteriori interventi che restano nel quadro NG delineato all'inizio. 750 miliardi, quindi, al cui interno 390 sono i grant e 360 i loan)[41].

Siccome, però, credo che la rilevanza di questa distinzione ex-ante tra prestiti e contributi a fondo perduto, nonostante le furiose diatribe sul tema tra paesi 'frugali' e resto del mondo, sia meno rilevante di quanto sembri a prima vista, cercherò di ricostruire i termini quantitativi dell'intervento (in particolare per l'Italia) a partire da alcune semplici cifre.

La Commissione, per conto dell'Unione, prenderà dai mercati 750 miliardi di euro, e 750 miliardi andranno restituiti "in solido" da tutti gli Stati[42]. I fondi andranno restituiti secondo la cosiddetta capital-key[43], un parametro cioè del tutto indipendente dalla ripartizione in grant e loan. Di conseguenza, secondo la Tabella A.1, Allocation Key[44], l'Italia dovrà restituire 96 miliardi circa (più ovviamente gli interessi, la cui cifra non altera però sensibilmente il conteggio, anche perché spalmati su otto anni più trenta)[45].

Per quello che riguarda invece i contributi europei ai singoli paesi a titolo di finanziamento degli investimenti che permettano la ripresa dei paesi più colpiti, il calcolo dei contributi europei per i singoli paesi è stato effettuato in base a un modello che tiene conto, come dicono le Conclusioni, della caduta del Pil, del livello della disoccupazione e dello stress sanitario da epidemia. In base a parametri riferiti a questi tre capitoli, il modello calcola una forchetta, calibrata sugli scenari ipotetici che si potrebbero verificare. Quanto più la pandemia avrà danneggiato il paese, tanto maggiore secondo i parametri il contributo, e viceversa. I valori per l'Italia della forchetta sono il 20.5% dei 750 miliardi, in caso di scenario meno sfavorevole per l'Italia, e di circa il 23% nel caso dello scenario più sfavorevole[46].

Questo spiega il fatto che la cifra comparsa sulla stampa italiana sia diversa dalla cifra del contributo attribuito all'Italia nella Tabella A.1, riferita alla prima distribuzione dei fondi in data 27

maggio. La ragione sta semplicemente nel fatto che la Tabella riporta per l'Italia il valore minore della forchetta, cioè 153 miliardi, mentre su tutti i giornali italiani è comparso il valore maggiore della forchetta, 173 miliardi[47].

Dopo la riunione del Consiglio europeo, del 21 luglio, che ha approvato definitivamente il NG, la cifra che è comparsa sui giornali come dotazione, per il paese, dei fondi stanziati dal NG è stata di 209 miliardi, che di per sé quadra poco con le altre cifre; anche se è stata oggetto di un enorme battage pubblicitario. Ma se prendiamo la cifra maggiore (non arrotondata) della forchetta precedente[48] la differenza tra il documento del 27 maggio e l'ultima cifra del NG del Consiglio europeo di luglio è di 37 miliardi, che è proprio l'ammontare del discusso prestito del MES[49], che il governo formalmente sembra ancora non avere accettato.

A questo punto si possono fare due ipotesi: o che il Consiglio ha aumentato di 37 miliardi, sui 750 miliardi del fondo NG, la dotazione assegnata in maggio all'Italia, o che Governo e stampa abbiano sommato alla cifra massima dei fondi NG, secondo la prima allocazione, l'ammontare del prestito MES, che probabilmente, come si poteva congetturare già prima, è stato già riservatamente accettato dal Governo.

La prima ipotesi è decisamente poco plausibile. Una attribuzione aggiuntiva di ben 37 miliardi - per di più a fondo perduto - a favore dell'Italia, sulla cifra rimasta fissa di 750, avrebbe comportato una notevole redistribuzione dei contributi agli altri paesi; quindi molti paesi avrebbero perso molti miliardi. Il ché, penso, avrebbe reso ancora più difficile la conclusione di un accordo complessivo, in presenza di una durissima opposizione di un numero limitato di paesi, i 'frugali', che avrebbero potuto trovare consensi ben più ampi.

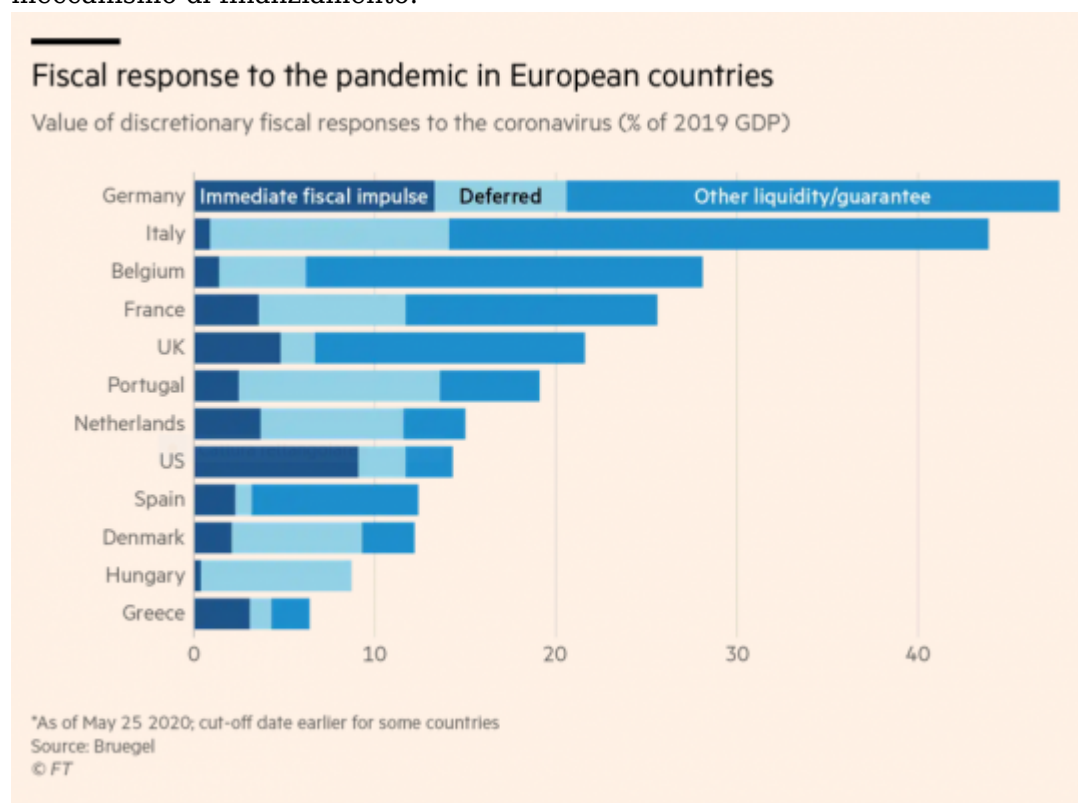
L'ipotesi quindi, a mio parere, più plausibile è che la cifra di 209 miliardi, sbandierata da Governo e stampa italiani come frutto della 'generosità' europea, sia semplicemente la somma della cifra massima della forchetta iniziale (172 mld.) e dell'ammontare previsto del prestito MES (37 mld.). Per quel che riguarda le modalità di restituzione dei fondi la distinzione grant e loan ha un qualche ruolo. Infatti il paragrafo A.11 del documento conclusivo della riunione del Consiglio europeo del 21 agosto[50], recita: "Le somme NGEU a fondo perduto trasferite attraverso il bilancio, saranno registrate come redditi esterni." Quindi, date le dichiarazioni di Gualtieri sul fatto che i prestiti europei avranno la qualifica di crediti senior europei rispetto agli altri titoli italiani, per le somme che l'Italia riceverà a titolo di prestito, saranno emessi titoli che la Commissione acquisterà[51], e che quindi andranno a pesare sul rapporto debito/Pil.

### **5. Bastone & carota. Le conseguenze macro**

La strategia europea, come si è detto, è cambiata, rispetto a quella post-crisi 2008-09 da 'solo' austerità, a 'bastone & carota' (anche se parrebbe restare ancora al di sotto di quanto stanziato dagli USA, come si vede dal grafico)[52].

Per capire gli effetti macro non vanno sottratte le somme da restituire da quelle stanziare, e ragionare su un saldo, che è quello che, nel discorso ordinario, si presume sia la vera somma che produca effetti macro[53]. Al contrario, sono le due somme, quelle dei contributi dall'Europa e quelle dei pagamenti all'Europa che producono individualmente effetti macro opposti. Quindi vanno sviluppate separatamente le dinamiche conseguenti a impulsi espansivi (l'iniezione di fondi europei), e quelle che saranno generate da impulsi recessivi, le 'riforme', ma soprattutto gli aggiustamenti, in termini di tagli diretti di spesa, o altri impulsi deflattivi, che seguiranno al ripristino delle regole del

patto di Stabilità (sia identiche che modificate). Impulsi, e effetti conseguenti, per cui non abbiamo ancora dati sufficienti per stimarne gli effetti contrapposti, che però possiamo congetturare. Tenendo comunque sempre presente che sia le iniziative dei singoli Stati che quelle della Commissione implicano un massiccio ricorso ai mercati finanziari. Cioè richiedono, contrariamente alla posizione assunta dalla Corte tedesca, una politica monetaria espansiva per garantire un finanziamento a tassi bassi dell'ingente spesa pan-europea, e inibire che possano sorgere timori di solvibilità differenziata dei vari Stati (all'origine degli spread) che potrebbero inceppare il meccanismo di finanziamento.



### 5.1. Le conseguenze macro della 'carota'

Walter Munchau ha criticato il NG, su FT[54], sostenendo che le dimensioni del fondo erano troppo ridotte per avere effetti significativi di stimolo sull'economia europea. Inoltre, con una strana operazione di riduzione dei fondi stanziati, Munchau arriva a determinare l'impulso sull'economia europea per quattro anni a circa lo 0,6% annuo del Pil europeo (2.4 totale)[55].

La prima cosa da obiettare, oltre che alla riduzione preliminare[56], poco sostenibile, è che la distribuzione del contributo ai paesi in difficoltà è asimmetrica rispetto alla capital-key[57], secondo lo stesso meccanismo dei Fondi Strutturali, e quindi ci saranno paesi in attivo, anche forte, e paesi in passivo. Di conseguenza, l'impulso che i contributi daranno ai singoli paesi, potrà essere anche molto rilevante a seconda della dimensione degli stessi.

Ad esempio, indipendentemente dal fatto che siano grant o loan, se l'Italia riuscisse a mettere in circolazione i 209 miliardi annunciati gli effetti di rilancio legati a questo specifico impulso potrebbero essere notevoli. Ricordiamo che, quando alcuni anni fa, il gruppo raccolto intorno a

Stefano Sylos Labini e Biagio Bossone proponeva il lancio della cosiddetta moneta fiscale[58], parlava inizialmente proprio di un ammontare di circa 200 miliardi per rilanciare l'economia italiana. I 209 mld, da spendere in tre anni (e ovviamente gli effetti non dipendono certo dal titolo di attribuzione), costituiscono un impulso superiore al 10% del Pil[59]; tenuto inoltre conto che la restituzione avverrà da otto a trentotto anni più tardi (quindi la restituzione di per sé non peserà sugli effetti moltiplicativi. Saranno ben altre le misure, richieste in cambio delle somme NG, dei cui effetti negativi si dovrà tener conto), la restituzione non inciderà in modo sensibile sulla dimensione del moltiplicatore keynesiano attivato nei prossimi anni. Ovviamente i ritorni a paesi del nord[60] di spese per investimenti indirizzati a settori avanzati, in cui questi paesi possono già avere un vantaggio nella produzione di beni-capitali, ridurrà il moltiplicatore, ma l'effetto resta consistente. Inoltre, si può dire che siccome la Germania fa da sé, avendo stanziato cifre notevoli, se un ammontare notevole di fondi NG va a un paese di considerevoli dimensioni, allora l'effetto di ripresa dall'epidemia potrà essere decisamente più rilevante di quanto si possa ricavare semplicemente dal rapporto tra l'ammontare del fondo e il Pil europeo[61]. Bisogna invece valutare che se quattro paesi di grandi dimensioni fanno interventi di notevoli dimensioni è possibile che ciò abbia un effetto di rilancio ulteriore che si propagherà ai minori, maggiore credo di quanto sarebbe stato l'effetto se spalmato su tutti i paesi[62].

### **5.2. Le conseguenze macro del 'bastone'**

Gli effetti macro del 'bastone possono essere raggruppate in due ambiti, uno permanente e strutturalmente deflattivo, e uno contingente e catastrofico.

Sotto la prima etichetta, data l'insistenza su 'riforme contro finanziamenti', dall'articolo dell'Handelsblatt in poi, vale la pena di ricordare quali sono le "misure anche difficili [da accettare] da parte dell'elettorato"[63]. Come è stato menzionato da Domenico Moro[64]: "In particolare, tra 2014 e 2018, sono state rivolte agli Stati UE 105 raccomandazioni per l'incremento dell'età pensionistica e la riduzione della spesa pensionistica, 63 raccomandazioni per i tagli alla spesa sanitaria o per la privatizzazione della sanità, 50 raccomandazioni per la soppressione di aumenti salariali, 38 raccomandazioni per la riduzione della sicurezza del lavoro e dei diritti di contrattazione dei lavoratori, e 45 raccomandazioni per la riduzione dei sussidi a disoccupati e persone disabili". Tutte riforme che hanno un permanente effetto recessivo sulle economie, introducendo una tensione al ribasso di massa salariale e massa pensionistica, e più in generale di spesa pubblica[65]. E sono le 'riforme' di cui si sta parlando, e sul cui adempimento Commissione e paesi dovrebbero vigilare. Ma oltre a questa tensione deflattiva permanente - una costante, peraltro, di tutta la politica dell'Unione europea da Maastricht in poi (e ancor più dopo la crisi del 2008-09, affrontata con politiche pesantemente recessive) - c'è una minaccia ben più impellente, anche se in questa fase non è determinabile il momento; ma che comunque non potrà essere rinviata di molto: il rientro nel Patto di Stabilità. Dal punto di vista macroeconomico è questo il vero e proprio 'bastone'.

In effetti dopo la sospensione, che il buon senso non poteva che auspicare da subito, anche se i precedenti comportamenti della Commissione potevano farne dubitare l'attuazione, sono partiti due correnti di interventi. Prima Draghi, ma poi la stessa Lagarde, e molti altri ovviamente, si sono dichiarati per una modifica delle regole del Patto di Stabilità. Draghi di fatto chiedeva l'abbandono delle pregiudiziali contro l'aumento dell'indebitamento pubblico perché, secondo lui, "le alternative sarebbero molto più dannose". Mentre invece, sia Dombrowskis, ma anche dichiarazioni della



Merkel, insistono sulla necessità di rispettare le regole di 'sound finance', incorporate nei Trattati (in particolare il Fiscal Compact). Sugerendo l'idea che ci sarà una forte pressione perché quanto prima si torni a queste nella loro forma originaria[66].

Già dopo la crisi del 2008-09, una dichiarazione affrettata di fine-crisi al G7, nel gennaio 2010, innescò la corsa al ristabilimento delle regole di rispetto dei parametri di Maastricht, anzi, con il Fiscal Compact, del loro 'rafforzamento'. A Maastricht era stato posto solo l'obbligo del rispetto del deficit del 3%, rinviando il raggiungimento del pareggio a tempi successivi. Dopo la crisi 2008-09 si ritenne giunto il momento dell'accelerazione. Naturalmente il momento scelto era il peggiore. L'ECOFIN nella primavera 2010 sfoderò l'artiglieria pesante della tesi di Alesina sull'«austerità espansiva»[67], e quella di Rogoff sulla 'percentuale-soglia'[68], dannosa per la crescita, del rapporto debito pubblico-Pil, per far passare l'accelerazione alla base del Fiscal Compact. Era una strategia win-win. Se funzionava e c'era espansione[69], andava bene; se invece avesse avuto gli effetti negativi previsti da altri, avrebbe funzionato come 'deterrente' per gli indisciplinati[70]. E adesso? Temo molto che la 'generosità' del NG possa essere usata come argomento per far accettare non solo le 'riforme', ma magari anche un 'rientro' prematuro nel Patto di Stabilità (per non parlare della sospensione del PEPP): 'Ci dicevate che non potete accettare il rientro perché la volta scorsa vi siete ritrovati in recessione. Ma adesso ci sono i fondi del NG, quindi...'. Nel qual caso non ci vuole molta immaginazione per descrivere gli effetti di tagli della spesa, delle pensioni e di qualsiasi altra cosa serva per rientrare nei parametri, o aumentare l'avanzo primario al 4% del Pil per poter ridurre il rapporto debito-Pil. Che potrebbero non essere così devastanti come sarebbero stati dopo una recessione del 10-12% del Pil nel 2020, non compensata da investimenti. Ma comunque difficilmente gli investimenti NG potrebbero compensarla o più che compensarla, se fosse decisa nel 2021; come molti segni indicano che potrebbe essere[71]. Anche perché il rientro non è una tantum: Significa una strategia di rientro, cioè recessiva (tagli e avanzi primari elevati) per molti anni a venire.

Per di più, socialmente e politicamente spaccherebbero il paese in due: tra quelli che, inseriti nelle filiere degli investimenti NG, potrebbero comunque goderne degli effetti positivi (carota), e tutti gli altri cui toccherebbero tagli e effetti recessivi (bastone). Un disastro sociale.

## **6. Il "bastone" e la trappola**

Molti hanno commentato quello che sta scritto nei comunicati che illustrano il NG. Comunicati che, forse, sono abbastanza vaghi da far temere maggiormente quello che non sta scritto. Non sono certo mancati gli interventi sulle trappole legate al bastone che hanno analizzato esaurientemente i vari aspetti negativi, esplicitamente enunciati, per l'economia e la sovranità italiana legati all'approvazione del NG[72]. Sicuramente, il rischio connesso a tutte le condizionalità richieste esplicitamente è che si arrivi a una sorta di commissariamento per l'Italia, senza averlo dichiarato esplicitamente in via previa.

Come è stato sottolineato, i programmi di investimento dovranno seguire le linee poste dalla Commissione e poi dovranno essere approvate. Le due linee di modernizzazione, digitalizzazione e green deal, hanno un certo senso, ma ci sono moltissimi investimenti di cui il paese avrebbe bisogno (come il riassetto idrogeologico; ma anche dei trasporti) che non necessariamente potrebbero essere omologati nelle linee della Commissione e soprattutto non necessariamente danno luogo ai grandi investimenti generalmente privilegiati dalle autorità europee. Senza parlare del fatto che la crescita

del bilancio comunitario, resa necessaria dalla gestione dei flussi di restituzione dei finanziamenti, toglierà ulteriormente autonomia ai bilanci nazionali.

In verità, la discussione che è infuriata nei mesi precedenti all'approvazione del NG da parte del Consiglio europeo il 21 luglio, era sulle condizioni da imporre in alternativa alla riduzione secca dell'intervento; come richiesta dai 'frugali'. Ha attirato molto l'attenzione il cosiddetto 'freno olandese'. In effetti la richiesta olandese era abnorme anche per i parametri europei: e cioè che fosse un singolo stato membro ad aver diritto di controllo sull'attività interna di un altro Stato, spostando la decisione da un organo formalmente sovranazionale come la Commissione, a un organo intergovernativo.

La soluzione finale del 'freno olandese' circa l'attuazione degli investimenti pare un successo per la richiesta di Rutte[73]. Ma Vladimiro Giacché[74] scrive che "mi sembra che non vi sia in concreto un potere di veto di singoli paesi. La soluzione adottata ha permesso ai "frugali" di salvare la faccia, ma ha di fatto levato gli artigli alle loro proposte". Probabilmente, lo sostiene perché dopo che il Consiglio ha discusso esaurientemente il ricorso, comunque la decisione sui pagamenti torna alla Commissione. E per di più i paesi possono ricorrere al Consiglio solo 'eccezionalmente'. Pare quindi che l'Olanda non sia riuscita ad ottenere il mandato diretto di mettere sotto tutela un altro paese nella procedura di approvazione dei piani del NG.

Ma nonostante il giudizio di Giacché, che il 'freno olandese' sia poco pericoloso per quello che riguarda il contenuto stesso del ricorso, cioè il completamento adeguato ai progetti delle fasi degli investimenti previsti dal NG, ritengo che possa essere, invece, molto più[75] pericoloso per l'Italia non di per sé, bensì se preso insieme al paragrafo A. 69 delle Conclusioni del Consiglio europeo, intitolato 'Misure legate alla sana [sound, sic!] governance economica'[76].

Il testo, infatti, recita: "Vanno mantenuti meccanismi che assicurino il legame tra la governance economica [ovviamente sound] e le politiche di finanziamento dell'Unione". Quindi, il rapporto va controllato non solo e non tanto tra 'finanziamento' e 'attuazione' dei programmi[77], che era il tema dell'offensiva dei 'frugali', ma anche - e soprattutto - tra 'finanziamento' e condotta finanziaria generale degli Stati, "in caso gli Stati membri falliscano nel prendere misure adeguate nel contesto del processo di governance economica".

E come si fa a stabilire? E qui rientra il giustamente vituperato MES. Perché se anche ci siano state assicurazioni sul fatto che non verranno imposte condizionalità[78], come nella prassi MES, però l'assetto giuridico non è stato modificato, o dichiarata la sospensione di alcune clausole cruciali. Infatti, tra le clausole regolamentari non sospese sta quella che prevede la 'supervisione rafforzata' dei conti pubblici per gli Stati che entrano in rapporto col MES.

Il legame è immediatamente visibile. Le Conclusioni del Consiglio europeo prevedono un legame tra il finanziamento europeo e la condotta finanziaria degli stati beneficiari, e il MES provvede lo strumento di controllo[79]. La trappola è chiusa. Se per qualsiasi ragione i controllori ufficiali ritenessero di dover avanzare riserve sulla gestione non solo e non tanto dei fondi assegnati a uno Stato, ma in generale sulla sua gestione finanziaria, scatterebbero controlli, e quindi la possibilità di sospendere i pagamenti, il che nel caso italiano provocherebbe ovviamente una catastrofe del debito via esplosione degli spread, con le conseguenze prevedibili.

## **7. Le conseguenze politiche del NG in Italia**

Ovviamente il NG è stato deciso in una discussione complessiva sugli assetti dell'Unione e sugli

interventi eccezionali necessari per affrontare una situazione eccezionale che riguarda tutti paesi e il futuro dell'Unione. Ritengo però che in questo quadro, la situazione italiana abbia ricevuto un'attenzione particolare, come in fondo suggerisce l'articolo comparso sull'Handelblatt e ripreso sembrerebbe integralmente, come indicazione generale, nella proposta del Recovery poi NG. In effetti, l'Italia, tra i paesi maggiori, è quella che uscita peggio in termini economici e politici dalla crisi 2008-09, e soprattutto dalla sua gestione da parte delle autorità europee. Il paese non ha ancora recuperato i livelli di Pil pre-2007, unico tra i paesi industrializzati, e la crisi politica iniziata nel 2013, per non dire nel 2011[80], non è certo risolta neppure oggi. E la recessione innescata dall'epidemia sarà prevedibilmente di dimensioni molto maggiori di quella del 2008-09; e cadrà su un'economia di fatto indebolita dalle crisi e dalle terapie anticrisi. Per cui l'esito del NG per l'Italia sarà cruciale per il risultato dell'operazione. Sicuramente il caso spagnolo sarà stato presente. Ma probabilmente con meno criticità di quello italiano[81].

Come strumento quindi di risoluzione delle molteplici crisi italiane - di fattura europea, peraltro - penso che il NG abbia obiettivi molto ambiziosi, puntando a risolvere la crisi del rapporto con l'Europa sia dal lato economico che politico.

Si tratta, per così dire, di ricomparsi consenso in Italia sia delle élite che della popolazione. Il segnale dato dalla dirigenza italiana in marzo poteva diventare pericoloso, non tanto di per sé, quanto per il fatto che la crescita di malumore antieuropeo abbastanza rapida nei mesi dell'epidemia si sommava alla crescita dei partiti populistici degli anni precedenti, ma soprattutto alla percezione, abbastanza diffusa anche al Nord, che le politiche europee post-crisi avessero danneggiato pesantemente i livelli di vita pre-crisi[82].

L'immissione della spesa conseguente a ingenti investimenti dovrebbe ridurre l'area del malcontento, diffondendosi in tutti i segmenti economici e sociali legati alle filiere degli investimenti; in aggiunta agli effetti dovute alle aspettative ampiamente sollecitate dagli organi di stampa.

Si dovrebbe quindi arrivare a una situazione in cui da un lato 'carota' e dall'altro 'bastone' (gli effetti macro delle 'riforme' e del ripristino del Patto di Stabilità) dovrebbero aver creato una divisione tra i settori di popolazione[83], permettendo di raggiungere l'obiettivo di ridurre sensibilmente l'area di malcontento antieuropeo, e ancor più la sua rappresentanza politica, come si vede bene dalle manovre in corso[84].

La questione, se questa strategia di riduzione della base euroscettica via 'bastone & carota' possa avere successo, dipende però in misura cruciale dai tempi. Il punto è che questi fondi NG, per quanto rilevanti, arriveranno tardi rispetto allo sviluppo della recessione, così come si prospetta. Il Governo, come molti segnali indicano, ha speso molto meno di quanto stanziato, confermando i dati del grafico sopra (v. § 4)[85]. Quel poco che ha speso, insieme al rallentamento della recessione dovuto alla riapertura, ha cominciato a far migliorare leggermente la situazione. Ma l'autunno-inverno si presenta molto problematico.

Cosa succederà quando gli stanziamenti per sussidiare[86] redditi da lavoro dipendente e anche di piccoli imprenditori (commercianti o ristoratori) cominceranno a scarseggiare. Saranno rinnovati gli stanziamenti? E come saranno finanziati? Perché questo è il punto debole di tutto lo sfondo politico dell'iniziativa NG.

Da oggi al momento in cui i finanziamenti degli investimenti del NG arriveranno, non passerà meno di un anno, un anno e mezzo. E anche quando cominceranno a essere spesi si sa che gli effetti sono

lenti ad arrivare; e di conseguenza gli effetti economici e socio-politici. L'annuncio dell'arrivo di questi fondi ha sicuramente cambiato l'atmosfera sui media e anche nell'opinione pubblica. Ma il fatto concreto che moltissime persone vedano peggiorare la situazione, senza che la prospettiva di miglioramento mostri di avvicinarsi, si farà luce[87].

È facilmente prevedibile che la pressione, nel Governo e fuori, per far accettare dall'opinione pubblica i prestiti del MES, o di altre iniziative europee consimili, aumenterà in modo esponenziale. Ovviamente, nella speranza che questi finanziamenti possano far galleggiare il paese fino all'arrivo del NG.

Va sottolineato inoltre che, non solo per l'Italia, ma per l'Italia in modo particolare, la politica espansiva della Lagarde, specificamente mirata al sostegno del finanziamento della spesa pubblica durante l'epidemia, il progetto PEPP, è stata assolutamente vitale perché una qualsiasi politica economica fosse perseguibile in 'calma di vento' dei mercati finanziari. E questo rende ancora più incomprensibile (o colpevole) la renitenza governativa ad accedere ai mercati per ridurre al più presto gli effetti recessivi della pandemia.

Diventerà cruciale, più prima che poi, il tema del rientro nelle regole del Patto di Stabilità. Le prime avvisaglie si sono già viste. E la partita si giocherà tutta sui tempi di questo rientro. Se il Governo non resistesse a queste pressioni per un rientro prematuro nel Patto di Stabilità, e se nella dirigenza europea trovasse la sua rivincita l'area rigorista europea imponendola nella prima metà del 2021, potrebbe succedere che neanche l'intervento della BCE ci potrebbe salvare da una crisi del debito con uscita dell'Italia dai mercati[88]. Situazione in cui il danno per il paese non potrebbe certo essere inferiore a quello di un'uscita diretta dall'euro[89]. Rischio che aumenterebbe notevolmente se contemporaneamente aumentasse e avesse successo la pressione per rallentare o addirittura chiudere il PEPP, il programma di sostegno della liquidità messo in atto dalla BCE[90]. In questo caso si potrebbe sviluppare una nuova versione di 'stop & go' tra rigorismo ordo-liberista e misure d'eccezione (obtorto collo) keynesiane[91].

Se invece, questo o altro Governo riuscissero a ritardare il rientro, o a cambiarne le regole, allora la situazione politica sarà crucialmente influenzata dai nuovi assetti creati dal NG; in cui cioè la linea di divisione 'sociale' dovrebbe prendere la priorità.

### **Bibliografia**

Alesina, A., 2010, April, "Fiscal adjustments: lessons from recent history," Harvard University.

Ashoka Mody, 2020, 04 August, An Interview, *project-syndicate.org*.

Benink, H, 2019, 17 December, *Handelsblatt*, "Ein Grand Deal mit und für Italien."

Bossone, B., Cattaneo, M., Grazzini, E., Sylos Labini, S., 2015, *Per una moneta fiscale gratuita. Come uscire dall'austerità senza spaccare l'euro*, Gli eBook di MicroMega.

Bundesregierung, 2020, Pressemitteilung, Nummer 173/20 vom 18. Mai, Seite 1 von 5, A French-German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis.

Bundesverfassungsgericht, 2020, 5 Mai, Press release, "ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences."

Cesaratto 2020, 22 luglio, "Che cosa significa per l'Italia una caduta del Pil superiore al 12%," *Wall Street Italia*.

Commissione Europea, 2020a, 20 marzo, "Comunicazione Della Commissione al Consiglio sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita".

- Consiglio dell'Unione europea, 2020, 23 marzo, "Dichiarazione dei ministri delle Finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19."
- Eurogroup, 2020, Press release, 09 April, *Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic.*"
- European Commission, 2020b, 25 May, "Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *The EU budget powering the recovery plan for Europe*", COM (2020) 442 final.
- European Commission, 2020c, 25 May, "Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*, COM (2020) 456 final.
- European Commission, 2020d, 25 May, "Commission Staff Working Document, *Identifying Europe's recovery needs*", SWD (2020) 98, Accompanying COM (2020) 456 final.
- European Council, 2020, Special meeting of the 17, 18, 19, 20 and 21 July, Conclusions.
- Fassina S., 2020, 25 luglio, "Le 5 giornate di Bruxelles: "svolta" conservativa e confederale," *Huffington Post*.
- Fazi, T., 2020, 22 luglio, "Recovery Fund, un MES all'ennesima potenza," *sinistrainrete.it*
- Fumagalli, A., 2020, 29 luglio, "L'accordo europeo per il Recovery Fund," *sinistrainrete.it*.
- Giacchè, V., 28 luglio, "Recovery Fund, ma quale svolta storica?" *lavoro & salute*.
- Mazzei, L., 2020, 22 luglio, "Ecco a voi il Super-Mes", *sinistrainrete.it*
- Liturri, G. 2020a, 03 agosto, "Che cosa cela il braccino corto del Tesoro nelle aste dei titoli di Stato." *startmag.it*.
- Liturri, 2020b, 15 agosto, "Next Generation Eu: entrate e uscite. Cosa cambia per l'Italia," *startmag.it*.
- Moro, D., 2020, 25 luglio, "Il Recovery Fund determinerà il taglio delle pensioni," *sinistrainrete.info*.
- Munchau, W., 2020, 31 May, "Europe cannot fudge its way to a federal future", *Financial Times*.
- Pastrello, G., 2015, *Germania, problema d'Europa?* Trieste: Asterios Editore.
- Pizzuti, F. R., 2020, 21 luglio, "Ue: eppur si muove!", *Manifesto*.
- Reinhart, c. M., Rogoff, K. S., 2010, "Growth in a Time of Debt", NBER Working Papers 15639, January.
- Salerno Aletta, G., 2020, 20 maggio, "Recovery Fund, per l'Italia i conti non tornano," *MicroMega*.
- Sinn, H. W., 2020a, 15 May, "Germany's Constitution and European Sovereignty," *project-syndicate.org*.
- Sinn, H. W., 2020b, 24 July, "The Euro Crisis's New Clothes," *project-syndicate.org*.
- Sole24Ore, 2020, 07 aprile, "Prestiti Mes senza condizioni e un fondo ad hoc: le proposte sul tavolo dell'Eurogruppo."
- Somma, A., 2020, 20 maggio, "Come il Mes. Anche il Recovery fund ha le condizionalità," *MicroMega*.
- Spiegel (Der), (2020a), 07 aprile, "Il rifiuto tedesco degli eurobond è non solidale, gretto e vigliacco."
- Spiegel (Der), (2020b), 24 aprile, "La fatale caricatura tedesca dell'Italia."

Stirati, A., 2020, "Analisi macroeconomica, prospettive italiane e una valutazione di MES 'pandemico' e Recovery Fund," *economia & politica*, anno 12, n° 20. Sem. 2.

Tronti, L., luglio, 2020, "La bicicletta europea è arrivata. Ora bisogna pedalare."

Varoufakis, Y, 2018, *Adulti nella stanza. La mia battaglia contro l'establishment dell'Europa*.

---

[1] Prima della proposta Macron-Merkel si parlava genericamente di un Recovery Fund, poi dopo la proposta nei documenti della Commissione fu ridefinito Next generation Fund, e adesso ha preso il nome di Next Generation Fund EU. Ma mi riferirò al fondo semplicemente come NG.

[2] Obiettivo di questo pezzo è ricostruire la dinamica politico-economica che ha portato a questa misura eccezionale (rispetto all'impostazione ideologica ordo-liberista dominante), e cercare di delineare, per quanto possibile alcune prospettive, concentrandosi prevalentemente sugli aspetti macro; più che non prendere posizione nelle polemiche.

[3] Alexander Hamilton, uno dei Padri Fondatori degli USA. Come primo Segretario al Tesoro dell'amministrazione Washington consolidò il debito degli Stati membri, creando così il debito federale, atto di nascita della finanza federale statunitense.

[4] Per cui sono altrettanto insensate le vanterie di Rutte quando dice di essere riuscito a impedire gli eurobond, nel senso della mutualizzazione del pregresso, sia la critica di Varoufakis che imputa la mancata mutualizzazione, dicendo che gli eurobond non ci sono. Gli eurobond ci sono per quello che sono stati da tutti richiesti. Anni fa da Prodi e Quadrio Curzio, oggi da Francia Italia Spagna e altri paesi, come mezzi di finanziamento di spese future, e nient'altro. La strada della mutualizzazione è ancora lunga.

[5] Una delle più importanti università olandesi, a partire da cui, si dice in ambiente accademico, si può ambire ad accedere alle più importanti università statunitensi, come studenti o ricercatori.

[6] 'Un Grande Deal con e per l'Italia'. Ringrazio qui Antonio Gisoldi per avermi segnalato questo articolo.

[7] Potrebbe perfino sembrare una forzatura americana sottotraccia sulla politica europea (ne abbiamo già viste di esplicite, ad esempio, nel 2012). O forse, a giudicare dagli sviluppi successivi, magari una 'sponda' per forze interne alla Germania. Forze tedesche che fino a quel momento non avevano mai messo in discussione apertamente la linea ufficiale (ma poi lo faranno, e anche a voce molto alta, come vedremo).

[8] D'altra parte, se la Merkel, come pare, è riuscita a imporre a settori riottosi della dirigenza il NG, ci saranno dovute pur essere delle forze che davanti al rischio che la pandemia portasse a rotture politiche in Europa, hanno buttato un peso sulla bilancia, cosa che in precedenza non avevano mai fatto (come si vede dal trattamento della Grecia dal 2010 in poi, e dell'Italia nel 2011).

[9] La differenza tra i rendimenti dei Bund decennali tedeschi e i titoli decennali italiani.

[10] Linea ripetutamente enunciata in Germania da Schäuble, Weidmann, la Corte di Karlsruhe, e soprattutto nell'importantissimo documento dei Cinque saggi, stilato subito dopo la fine della trattativa con la Grecia, nel luglio 2015. Cfr. Digressione 3, *I Cinque Saggi sulla Grecia* (in Pastrello, 2015) dove è analizzato il rapporto del luglio 2015, dopo la chiusura della trattativa che mette sul tappeto tutti gli argomenti contro la politica monetaria di Draghi alla BCE. Ovviamente anche altri, olandesi, belgi, il lettone Dombrowskis, il finlandese Katainen, l'hanno sostenuta. Ma per le ragioni

esaminate nel testo mi pare cruciale il radicamento tedesco, ordoliberalista, della tesi.

[11] 'Nuovo rapporto' la cui urgenza esplode con l'epidemia.

[12] Misura prevista, in questi termini, proprio nel NG. La fiducia nell'Italia, nel suo personale di governo e amministrativo, non è al massimo neppure tra gli 'amici'.

[13] Hans-Werner Sinn, economista tedesco, già Presidente dell'IFO (Istituto per le Ricerche Economiche dal 1999 al 2016. Nel 2011 e 2012, propose l'uscita dall'euro - per la Grecia, ma anche implicitamente per l'Italia -; concetti ribaditi anche recentemente. Wolfgang Schäuble, Ministro delle Finanze dal 2009 al 2017. Grande protagonista della durissima trattativa che piegò il governo greco di Tsipras nei primi sei mesi del 2015. Sostiene Varoufakis nelle sue memorie (Varoufakis, 2018) che gli avesse proposto l'uscita della Grecia dall'euro come alternativa alle durissime condizioni.

[14] Codogno e Vo', innanzitutto, ma non Alzano e Nembro, purtroppo.

[15] Il nome giornalistico delle tre istituzioni che, congiuntamente, gestirono il caso greco dopo il rifiuto tedesco del bail-out e contestuale uscita dai mercati finanziari nella primavera 2010, Commissione europea, BCE e FMI.

[16] Si può ipotizzare che ci fossero stati contatti riservati per sondare la disponibilità della BCE a intervenire.

[17] 'Ognuno per sé e Dio per tutti, non vogliamo pagare per altri', è il senso generale di quell'atteggiamento.

[18] Quest'attacco era cominciato con il no-paper di Schäuble dell'autunno 2017, che dava seguito all'attacco dei 5 Saggi alla BCE, e chiedeva automatismi nella penalizzazione per sforamenti e nell'espulsione dall'euro, nonché la svalutazione del debito sovrano detenuto dalle banche italiane.

[19] Cioè di titoli emessi dalla Commissione, che quindi avessero l'alto rating corrispondente, e di cui quindi rispondeva in solido tutta l'Unione verso i mercati.

[20] Austria, Olanda, Danimarca e Svezia.

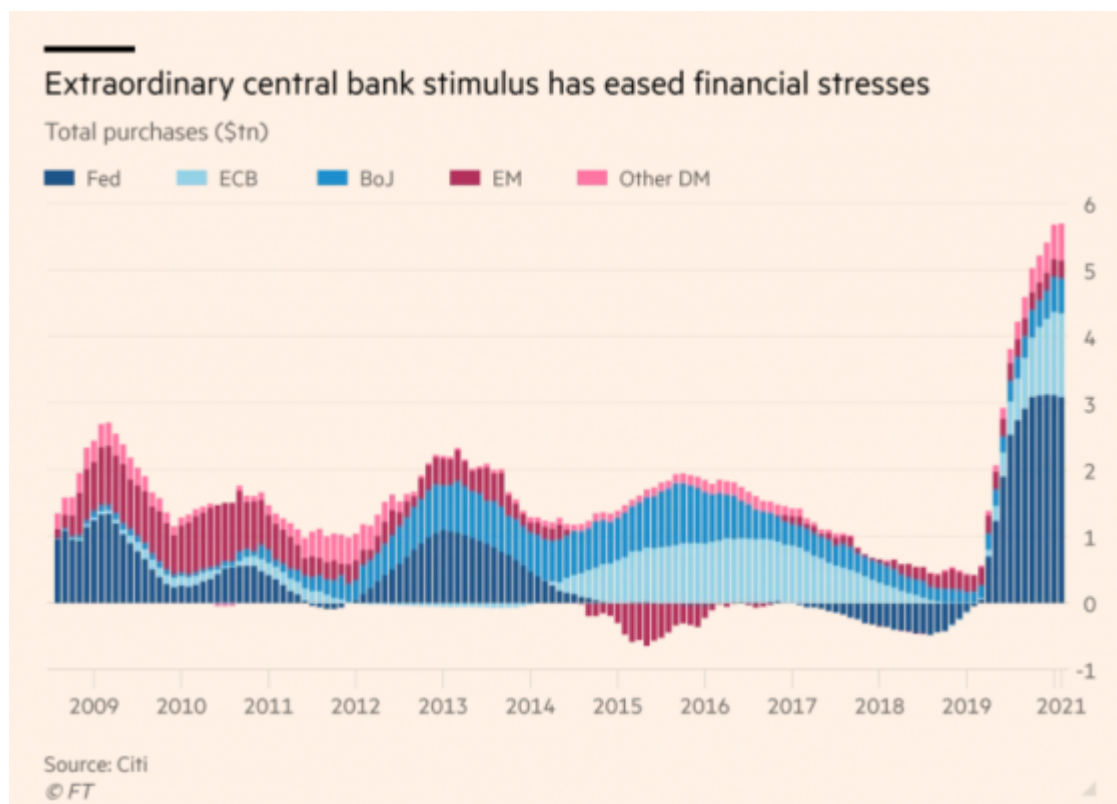
[21] Incomincia anche il balletto del Governo italiano sul prestito MES, per far fronte all'emergenza sanitaria, che una lettera firmata da Dombrowskis e Gentiloni afferma essere senza condizioni. Ma siccome una serie di articoli cruciali del Trattato istitutivo del MES non vengono ufficialmente revocati, la cosa lascia molte perplessità non risolte; e il sospetto che riservatamente il Governo abbia già accettato il prestito, è molto elevato. Vedi 24Ore (2020), e Eurogruppo (2020).

[22] Commissione (2020a), e ECOFIN (2020).

[23] Spiegel (2020a) e (202b).

[24] Di regola, la risposta a una dichiarazione di quell'importanza del Presidente della BCE richiederebbe alcuni giorni, per le valutazioni dei tecnici di Bankit, consultazione tra Governo, Presidenza della Repubblica e forze politiche e quindi valutazione e elaborazione della risposta. L'immediatezza del comunicato di Mattarella suggerisce quindi l'ipotesi del testo.

[25] Si vede bene dal grafico la nuova situazione 'permanente post-Trichet. Dalla politica di intervento minimo di Trichet all'espansione di Draghi dal 2015, e alla politica della Lagarde per la pandemia. Interventi della BCE, di Draghi e Lagarde, sempre inferiori a quelli della FED, ma incomparabilmente più alti di quelli ortodossi della prima fase (salta agli occhi la differenza nel tempo dell'estensione dell'area azzurra).



[26] Commissione Europea (2020a).

[27] Consiglio dell'Unione europea (2020).

[28] Da sottolineare inoltre: "La clausola di salvaguardia generale consentirà alla Commissione e al Consiglio di adottare le necessarie misure di coordinamento delle politiche nel quadro del Patto di Stabilità e Crescita, discostandosi tuttavia dai requisiti di bilancio normalmente applicabili, per far fronte alle conseguenze economiche della pandemia".

[29] Le affermazioni come tali potrebbero esse nient'altro che una mossa per alzare l'asticella della trattativa, ma indicano però la divaricazione possibile e la durezza dello scontro in atto.

[30] Articolo che in Italia è apparso col titolo: "Quell'«immagine distorta» che la Germania ha dell'Italia."

[31] La minaccia potenziale era infatti una saldatura tra élite italiane, non più acquiescenti, e il malcontento anti-europeo, che aveva già fatto danni nel 2018, che era sembrato riassorbito dopo e con l'estromissione di Salvini dal Governo nel 2019, e il Conte 2. Come dice Munchau, solo se con le spalle al muro la dirigenza tedesca prende le misure necessarie. E questa stava diventando una situazione di quel tipo.

[32] La sentenza della Corte Costituzionale tedesca (Bundesverfassung, 2020) arriva a conclusione di una lunga diatriba. Avevano cominciato alcuni deputati del Bundestag (e anche alcuni cittadini) a ricorrere, nel corso del 2012, ripetutamente alla Corte di Karlsruhe, prima contro il MES e poi contro l'OMT di Draghi del settembre 2012. Successivamente, nel corso del 2015 erano stati presentati una serie di ricorsi contro il QE (deciso da Draghi agli inizia del 2015). Nel 2016 la Corte di Karlsruhe aveva accettato la valutazione positiva della Corte europea (CJUE) rispetto all'OMT,



respingendo i ricorsi contro l'OMT. Nell'agosto del 2017 la Corte tedesca si era spogliata del ricorso contro il QE, rinviandolo alla CJUE, che aveva emesso la sentenza a fine 2018, contro la cui valutazione positiva del QE si è pronunciata duramente la Corte il 5 maggio.

[33] La linea di attacco è che la politica della BCE avrebbe violato il criterio della proporzionalità enunciato nell'art. 4, para. 5, del TEU. Proporzionalità che non ha nulla a che vedere con la proporzionalità della ripartizione secondo la capital key, come invece interpretato da molti commentatori. Si tratta invece di una 'proporzionalità' tra mezzi e fini; di abbastanza difficile ed elusiva definizione. La Corte pretenderebbe infatti dalla BCE una specie di 'prova diabolica', cioè che la politica monetaria seguita fosse stata neutrale rispetto alle variabili economiche reali. Neutralità affermata nei manuali e nei lavori teorici; ma di difficile reperimento nella realtà. Ma le ultime prese di posizione della Bundesbank sembrerebbero indicare che l'attacco della Corte sia rientrato, e la Merkel sia riuscita a far passare la sua mediazione.

[34] Leggi bomba atomica. Monopolio francese in Europa, dopo l'uscita dell'UK. Cfr. Sinn (2020a). Sinn reinterverrà anche dopo l'accordo al Consiglio europeo il 21 luglio, Sinn (2020b)

[35] Bundesregierung (2020).

[36] Può essere interessante richiamare la dinamica parallela, rispetto al NG, del whatever it takes. Insediato Presidente della BCE, nel dicembre 2011, Draghi lanciò un programma di finanziamento 'illimitato' delle banche perché comprassero titoli al fine di calmierare lo spread. La cosa riuscì all'inizio. Ma Weidman lanciò un violento contrattacco bloccando le tranche successive dei prestiti. Lo spread (in particolare sui titoli italiani) tornò a salire, e due giorni prima del whatever, era tornato ai livelli pre-dimissioni di Berlusconi; cosa che minacciava l'uscita dell'Italia dai mercati. Il che costrinse Draghi all'intervento eccezionale del whatever.

[37] Ci sono tre documenti emessi dalla Commissione in data 27 maggio, il primo con la sigla COM (2020b) 442 final, il secondo con la sigla COM (2020c) 456 final, il terzo con la sigla SWD (2020d) 98 final. I primi due sono del tipo 'Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions', rispettivamente con i titoli *The EU budget powering the recovery plan for Europe*, il secondo dal titolo *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*, e il terzo del tipo 'Commission Staff Working Document' dal titolo *Identifying Europe's recovery needs*, che accompagna il documento dalla sigla COM (2020) 456 final. Nel primo documento, il 442, oltre a un'illustrazione degli scopi del fondo, c'è la distribuzione dei fondi tra i vari obiettivi, ma è dedicato soprattutto all'analisi del Piano Poliennale. Nel secondo, il 456, c'è un'illustrazione dettagliata degli obiettivi. Ma solo nell'ultimo, il 98, c'è un'analisi della situazione economica europea in rapporto all'epidemia (con tabelle e grafici), e con la tabella cruciale 'Table A1 allocation key', in cui sono elencate sia i contributi dei vari paesi alla restituzione della somma totale del fondo in base alle capital keys, che i fondi destinati ai vari paesi per far fronte ai problemi economici sorti con l'epidemia (la cifra riportata nella tabella si riferisce al valore minimo di una forchetta stimata dalla Commissione; per la 'forchetta' v. § 4).

[38] Per un'analisi dettagliata delle cifre del NG, vedi Stirati (2020).

[39] Anche se l'ipotesi che questi paesi, con in testa l'Olanda, abbiano combattuto una battaglia coperta da sponde interne tedesche - quelle per l'appunto sotto tiro dello Spiegel e di Handelsblatt, e spiazzate dalla svolta della Merkel - ha una sua plausibilità.

[40] Bundesregierung (2020), Pressemitteilung. 18 Mai.

[41] Questa trattativa ha visto in effetti una girandola di cifre. Il Recovery di 750 mld., che diventa NG, di cui poi diventa una parte (Recovery and Resilience Fund) passa da 750 a 560 per poi risalire a 672; mentre l'NG è sempre rimasto ancorato ai 750 della proposta Macron-Merkel-von der Leyen). E i grant, inizialmente proposti a 500 da Macron-Merkel, poi sono calati a 390 nel NG, ma nel programma Recovery ristretto sono calati ulteriormente a 312.

[42] I primi fondi salva-stati (EFSF, EFSM, ESM) hanno funzionato emettendo titoli a breve, rimborsati sostituendoli con titoli a lunga emessi in solido dagli Stati - secondo la capital key -; Stati che restavano i creditori finali cui i paesi debitori (cioè i paesi soggetti a Programmi di Aggiustamento: Portogallo, Spagna, Irlanda e Grecia) hanno liquidato e stanno liquidando gli impegni (in altri termini, i contribuenti dei paesi 'creditori', o meglio 'garanti', non hanno mai messo fuori neppure un euro; mentre invece ne stanno incassando).

In questo caso invece i titoli emessi dalla Commissione dovranno restare intestati alla Commissione, in quanto garante verso i mercati per conto dell'Unione. E quindi il capitale (più gli interessi a scalare) verrà rimborsato secondo le previsioni dal 2028 al 2058. Mentre è molto probabile che gli interessi sul principale vengano pagati fin da subito. Dato il basso livello del saggio l'ammontare degli interessi, per di più spalmato in quasi quarant'anni non sarà molto elevato, e si può ragionare praticamente solo sul capitale da rimborsare.

[43] Che è la quota dei singoli Stati nel capitale della BCE, basata sulla percentuale del Pil sul totale europeo, più altri parametri economici, per cui l'Italia che ha circa l'11% del Pil europeo ha invece una capital-key del 12,8%.

[44] Pubblicata nell'Annesso (SWD 98) al Documento 456 della Commissione Europea del 27 maggio 2020, sopra citato.

[45] Siccome questa cifra è definita da parametri oggettivi, cioè la capital-key, è plausibile congetturare che gli uffici della Commissione, basandosi sui parametri della restituzione di loan e grant, abbiano calcolato ex-post la percentuale di grant e loan tale che la cifra da restituire, secondo le regole di restituzione di grant e loan, quadrasse, anche se non esattamente, con la cifra già calcolata in precedenza.

[46] Da cui la cifra di 153 miliardi della Tabella per lo scenario meno dannoso, e la cifra arrotondata di 173 miliardi, riportata dalla stampa italiana, per lo scenario peggiore (in caso il parametro non sia arrotondato, la cifra diventa 172, cifra rilevante per l'ultima allocazione, come vedremo).

[47] Il conteggio finale presenta qualche discrepanza. Dei 172 mld (arrotondati al ribasso), attribuiti all'Italia nella prima distribuzione, 96 dovranno essere restituiti, cioè 76 risulteranno ex-post come a fondo perduto. Ma solo 90 sono attribuiti ex-ante come loan. Cioè 6 mld necessari per raggiungere la somma dovuta passeranno direttamente attraverso il bilancio Italia-Commissione (ma non come debito cartolarizzato); mentre per i  $90 + 37 = 127$  saranno emessi titoli (senior) dal Tesoro italiano, che saranno ripagati per mezzo del servizio del debito (cartolarizzato) sottoscritto dalla Commissione. E infatti  $209 - 127 = 82$ , cioè i grant ex-ante, pari ai 76 di grant ex-post più la differenza di 6 tra restituzione dovuta e prestiti ex-ante.

[48] Non arrotondata, 172 mld; v. nota 13.

[49] Vedi nota 21.

[50] European Council (2020).

[51] Cioè, i grant passano dal bilancio i loan no.

[52] Colpisce il caso italiano della fortissima discrepanza tra i fondi stanziati e quelli utilizzati. La cosa si può spiegare anche con la politica di emissione del Tesoro, illustrata da Liturri (2020b).

[53] Perché, che siano grant o loan, le somme spese hanno lo stesso effetto diretto di attivazione 'in tempi brevi dell'economia, mentre le somme da restituire agiranno negativamente in tempi successivi e molto più lunghi.

[54] Munchau (2020).

[55] Il documento della Commissione *Europe's moment'* dice che l'impulso del NG è pari al 5,25% del Pil europeo (a prezzi 2018); e che l'impulso avrà un incremento di pil in quattro anni di circa 7,5%. In realtà non si capisce bene come. Si direbbe da altri passaggi, che la Commissione si affidi a investitori privati soprattutto in paesi della cintura esterna con salari relativamente più bassi.

[56] Munchau arriva a ridurre quasi di metà la spesa diretta in stimolo delle somme stanziata dal NG partendo dall'affermazione della von der Leyen che il fondo attiverà 3.100 mld di investimenti privati. Abbiamo già visto altre roboanti affermazioni europee sull'effetto leverage di investimenti della Commissione. Ad esempio Juncker, nel 2014, annunciò un piano di investimenti che avrebbe dovuto attivare 1000 mld di investimenti privati, partendo da 17 mld effettivamente disponibili, aumentabili mediante leverage a 127, che poi dati in garanzia col leverage avrebbero dovuto produrre i 1000 (ovviamente nessuno vide né i 1000, o i 127, e neppure i 17). Quindi Munchau accantona 310 miliardi per il leverage e fa restare solo circa 400 mld di spesa effettiva. Di fatto, l'annuncio della von der Leyen non può essere preso sul serio. La cifra stanziata dovrà essere spesa, e non avrebbe senso fare altrimenti. Ed eventuali cifre a garanzia dell'emissione di titoli per la cifra totale (75 mld per un leverage di 1/10) potranno essere ottenute da emissioni di titoli di tutti i paesi in solido, quindi non molto consistenti, senza impegnare i fondi del NG.

[57] Critica ripetuta anche da Ashoka Mody (2020).

[58] Bossone, Cattaneo, Grazzini e Sylos Labini (2016).

[59] Che potrebbe portare a un incremento di Pil tra il 12 e 15%.

[60] Un 'ritorno' al centro 'finanziatore' già visto anche nel caso del Piano Marshall del dopoguerra.

[61] Bisogna ragionare in altro modo che semplicemente aritmetico per cui, spalmati o non, gli effetti sono gli stessi.

[62] L'ipotesi di asimmetria che si può fare per giustificare la congettura è che mentre uno stimolo spalmato su paesi minori attivi i paesi maggiori solo dal lato della domanda di importazione di beni finali, uno stimolo concentrato sui paesi maggiori possa mettere in moto le supply chain e quindi attivare i paesi minori sia dal lato della domanda finale che dal lato della domanda di beni intermedi. Quindi vanno prese in considerazione l'insieme delle misure, soprattutto quelle attive nei paesi maggiori, sia che siano finanziate internamente via politiche economiche (fiscali o monetarie) sia che siano finanziate esternamente via fondi europei. È l'effetto complessivo che bisogna considerare e valutare, come risposta alle conseguenze economiche dell'epidemia. In realtà nei documenti della Commissione l'ipotesi è esattamente l'opposta. Ma ritengo che sia dovuta ad aspettative eccessive sulla mobilitazione di investimenti privati che, penso, dovrebbero ricorrere nei paesi con differenziali salariali attraenti.

[63] Come scritto dall'*Handelsblatt*.

[64] Moro (2020).

[65] O un aumento perverso della spesa pubblica in seguito a privatizzazione della sanità con consistenti effetti redistributivi negativi per i redditi dei lavoratori.

[66] Come si vede dallo stesso del ricorso alla clausola di salvaguardia (v. nota 18).

[67] Alesina (2010). Il paper che sosteneva la tesi porta in calce: Prepared for the Ecofin meeting in Madrid April 15 2010.

[68] Reinhart, Rogoff (2010).

[69] L'accelerazione fu in contemporanea col rifiuto del bail-in per la Grecia, e ovviamente sosteneva anche la tesi che imporre un Programma di Aggiustamento non avrebbe prodotto danni.

[70] 'Obbedite o vi lasciamo nelle mani dei mercati finanziari, e poi vi tocca un Programma di Aggiustamento' (v. caso Italia-Monti). In realtà ambedue le tesi sono state successivamente duramente criticate, anche dallo stesso FMI. Ma l'effetto immediato fu quello voluto.

[71] Perché ci sarebbero due 'effetti' recessivi da compensare: la recessione del 2020, e il rientro nel Patto dal 2021.

E ai cui lavori rinvio: Cesaratto (2020) Fassina (2020), Fazi (2020), Fumagalli (2020), Giacchè (2020), Mazzei (2020) Moro (2020), Pizzuti (2020), Salerno Aletta (2020), Somma (2020), Tronti L. (2020). Mi scuso con quelli che mi sono perso e non ho potuto citare.

[73] Il testo delle Conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio, infatti, dice che i piani vanno approvati dal Consiglio, l'organo intergovernativo, e che per i pagamenti delle tranche intermedie e finali la Commissione deve chiedere il parere al Comitato Economico e Finanziario. Inoltre aggiunge: "Se, eccezionalmente, uno o più Stati Membri ritengono che ci siano gravi deviazioni dall'attuazione soddisfacente delle tappe rilevanti e dell'obiettivo, possono chiedere al Presidente del Consiglio europeo di riferire il problema alla prossima seduta del Consiglio [...] la Commissione deciderà sul soddisfacimento delle tappe [...] e sull'approvazione dei pagamenti...Quando la questione è portata al Consiglio europeo, la Commissione non può prendere alcuna decisioni in materia [...] fino a che la seduta successiva del Consiglio non abbia discusso esaurientemente il tema"; di conseguenza la Commissione dovrà decidere "in accordance" (strano termine; perché non dice che si deve 'conformare'?) all'esito della discussione del Consiglio, Conclusions (2020), p. 6.

[74] Giacchè (2020), p. 5.

[75] E in questo caso la clausola dell'eccezionalità non lo indebolisce affatto.

[76] Già la collocazione del paragrafo è strana, sembra quasi nascosta, tra due paragrafi con temi totalmente diversi: co- e pre-financing rates.

[77] Che avrebbe senso, per quanto non nella forma vessatoria voluta dall'Olanda.

[78] Cioè Programmi di Aggiustamento, come l'Irlanda. Portogallo, Spagna e Grecia, ma solo un controllo sull'utilizzo dei fondi, che si deve limitare a spese in ambito sanitario.

[79] Cruciale è l'ufficialità dei controlli sui conti pubblici in seguito alla 'sorveglianza rafforzata'.

[80] Nel 2011, quando una crisi generale interna e nel rapporto con l'Europa portò alle dimissioni di Berlusconi, sotto minaccia di esplosione dello spread, e quindi Trojka. Ma anche nel 2013, quando nel mezzo della crisi economica provocata dalle politiche del governo Monti, le elezioni portarono a uno stallo sia nell'elezione del Presidente del Consiglio (il Presidente designato dal partito di maggioranza non aveva i numeri al Senato) che del Presidente della Repubblica che dovette essere prorogato. Una scalata interna al maggior partito di maggioranza sembrò rilanciarlo, ma nel 2018 terminò in un dimezzamento dei consensi rispetto la picco delle elezioni europee del 2014. E nel

frattempo partiti 'populisti' con parole d'ordine anti-europee, avevano addirittura conquistato la maggioranza numerica in parlamento. E il Governo attuale, sicuramente di obbedienza europea, appoggiato da forze la cui consistenza parlamentare è molto superiore a quella certificata in anni di sondaggi, si regge sul rinvio delle elezioni. Cosa che non è certo un sintomo di soluzione della crisi politica incominciata dieci anni fa.

[81] Certo, anche la Spagna presenta caratteristiche analoghe a quelle italiane. L'epidemia oggi è stata particolarmente pesante. E dopo il 2008-09 dovette accettare un Programma di Aggiustamento, e di seguito una grave recessione dopo il 2010, ma alla fine è riuscita ad avere una ripresa più consistente di quella italiana. Inoltre, seppure varie forze populiste abbiano visto avanzate notevoli e i partiti tradizionali di centro-destra e centro-sinistra abbiano subito indebolimenti notevoli nel decennio, l'attuale governo si regge sui risultati delle elezioni, e quindi più legittimato di quello italiano. Inoltre, si ritiene a Bruxelles che la Spagna comunque abbia già attuato le 'riforme' che continuano ad essere richieste all'Italia. Quindi la situazione in Spagna pur presentando analogie, appare meno critica che in Italia.

[82] Come ho potuto constatare di persona in molte conferenze tenute in Emilia, Veneto e Friuli negli anni post-2012, anche tra ceti medio di piccola e media imprenditoria locale, colpito duramente dalle politiche di austerità.

[83] Di cui una parte non irrilevante registrerà guadagni netti, un'altra perdite nette (che, seppur più ampia, di difficile saldatura con altre aree galleggianti, con perdite più meno compensate).

[84] L'area del Nord, a governo leghista, è quasi sicuramente un'area che beneficerà degli investimenti previsti; e quindi la linea 'anti-europea' di Salvini verrà ridotta sempre più a mera declamazione. D'altra parte la cooptazione 5S in uno schieramento filo-europeo è già iniziata con l'accettazione del suo voto nella maggioranza della von der Leyen, continuata con il governo giallo-rosa (chiamarlo giallo-rosso mi pare un abus de langage). Restano le riserve anti-MES, ma difficilmente potranno resistere alla situazione che si sta venendo a creare.

[85] È noto che alle aste di aprile e maggio il Tesoro abbia lasciato inevaso un notevole eccesso di domanda di titoli. Il pretesto che è meglio aspettare i fondi del MES a tassi inferiori è ridicolo, perché un intervento di spesa consistente immediata avrebbe consentito una riduzione della perdita di Pil di dimensioni molto superiori al guadagno in termini di minore spesa di interessi. Sul tema, con una disamina di aste e finanziamento è interessante l'analisi di Liturri (2020).

[86] Trovo abbastanza insopportabile la polemica sui sussidi come 'assistenza', compresi i riferimenti a questo tema nel recente intervento di Draghi. Chi 'assiste' chi? Lo Stato non 'assiste' nessuno. Sostenendo i redditi la cui erogazione è stata interrotta bruscamente dall'epidemia e dal lockdown lo Stato impedisce il crollo di tutti i settori economici che ruotano intorno alla vita quotidiana di tutta la popolazione. Questi fondi distribuiti ritornano quasi interamente alle imprese. E, senza questi, le imprese dovrebbero chiudere in massa.

[87] Il rischio è che settori radicalizzati vengano spinti ad azioni che difficilmente troverebbero ampio sostegno pubblico, con schemi già visti nella storia di questo paese.

[88] Se l'intervento, per così dire, 'ordinario' dovesse assumere dimensioni rilevanti e se il mercato facesse temporaneamente cadere le quotazioni (bisogna ricordare che una delle chiavi del successo di Draghi nel 2012 fu una divisione dei mercati), si potrebbe sviluppare dentro al Board della BCE una forte contrarietà alla continuazione 'informale', con ricorso all'OMT, uscita dell'Italia dai

mercati e Trojka.

[89] Che di fronte a una catastrofe come l'uscita dai mercati, e conseguente Trojka, diventerebbe una ragionevole alternativa sul tavolo. Anche se le conseguenze potrebbero essere ugualmente molto dannose. Ma forse, nel recupero di sovranità si potrebbero trovare delle compensazioni.

[90] Rischio, temo, tutt'altro che teorico. L'attacco della Corte costituzionale tedesca alla BCE è stato evidentemente rintuzzato. Ma non è eccessivo pensare che una mediazione interna tedesca ci sia comunque stata, e riguardi i tempi 'accettabili' (da parte della Corte) dell'eccezionalità dell'intervento.

[91] Soprattutto tenendo conto che difficilmente nel post-pandemia potrebbero essere presenti le condizioni di crescita mondiale che favorirono sia il funzionamento dell'euro prima della crisi 2008-2009 (decollo dei paesi emergenti e boom al centro), ma anche la ripresa tedesca dopo la crisi (gli stimoli congiunti sino-statunitensi). In assenza di queste condizioni, un rientro prematuro nelle regole potrebbe ripiombare tutta l'Europa (e non solo l'Italia) in recessione, rendendo necessari ulteriori sostegni.