

## L'Italia, l'Europa e il debito pubblico

Guido Ortona - 13/06/2020 [ social and political notes ]

*Timeo Danaos et dona ferentes* (Virgilio, "Non mi fido dei greci, neanche quando recano doni")

**1. Premessa.** Immaginate di chiedere un finanziamento a una banca per aprire un'attività. La banca vi concede un credito, ripagabile in varie rate, e grazie ad esso voi cominciate a impiantare la vostra attività. Al momento di chiedere la (per esempio) terza rata, con i lavori di impianto in pieno corso, vi accorgete che vi siete dimenticati di chiedere le condizioni del credito. Correte in banca, e ovviamente ci sono due possibilità: la banca vi ha fatto condizioni accettabili, nel qual caso tutto va bene, oppure no, nel qual caso è una catastrofe. Gli entusiastici ammiratori del **Recovery Fund** e del **MES** farebbero bene a considerare che questa è esattamente la situazione in cui si troverà l'Italia una volta accettati quei sussidi[1]. Che le cose stiano così è *ufficiale* per quanto riguarda il MES[2], e molto probabile per il Recovery Fund[3].

Questo vuol dire che dobbiamo rifiutare il Recovery Fund? A mio avviso, *no*. Vuol dire più semplicemente, e ovviamente, che nella stipulazione degli accordi in materia devono essere esplicitate le modalità di rimborso e di pagamento degli interessi; e che in queste trattative l'Italia deve avere ben chiaro quale sia il suo *punto di conflitto*, cioè quelle condizioni minime tali per cui se non vengono soddisfatte all'Italia conviene esercitare il suo potere di ricatto, e minacciare credibilmente di ricorrere a politiche non concordate con l'Europa[4]. A mio avviso questa condizione è la seguente: *né il rimborso del debito, MES e RF inclusi se ci saranno, né il pagamento degli interessi devono andare a scapito di un aumento del PIL*; in altri termini per tali oneri devono solo essere impiegati una parte della crescita del gettito fiscale dovuta alla crescita del PIL (o dalla lotta all'evasione), oppure fondi non provenienti dal PIL, e quindi provenienti dalla *ricchezza* e non dal *reddito* degli italiani. Questa condizione deriva da un assunto fondamentale: *data la depressione in cui versa e verserà l'economia italiana, non sono accettabili politiche che ostacolino la crescita*.

**2. Una possibile politica che rispetta la condizione citata.** In questo paragrafo proporrò una possibile politica che rispetta la condizione citata. "Possibile" ha qui un triplice significato: è praticabile dal punto di vista tecnico, dovrebbe essere accettabile per le autorità europee, e infine probabilmente esistono altre politiche che ottemperano a quella condizione. Sarebbe molto interessante e utile un confronto fra le politiche possibili. Qualcosa di più su ciò nel paragrafo 9. Per chiarezza, in questo paragrafo esporrò in modo schematico la politica che propongo; nei successivi presenterò dati, approfondimenti, e contro-obiezioni alle obiezioni cui ho potuto pensare. La politica suggerita consiste in questo:

- a. L'Italia trasforma tutto il suo debito in debito a lungo termine, per esempio a 50 anni.
- b. Il debito a 50 anni viene indicizzato all'inflazione (il che lascia inalterato il rapporto debito/PIL).
- c. Sul debito a 50 anni l'Italia paga un interesse netto molto basso, diciamo lo 0.1% (inizialmente, circa 2.4 miliardi contro i circa 30 attuali), eventualmente aumentabile in funzione dell'andamento delle entrate fiscali.
- d. L'Italia si impegna a ricomprare ai prezzi di mercato una quota del debito, partendo da quello a più breve scadenza. Tale quota dipende da quanto disponibile per tale scopo. Quanto disponibile per tale scopo è dato da due cespiti.
- e. Il primo è una quota (supponiamo metà) degli incrementi di entrate dovuti a crescita del pil (o a recupero dell'evasione)[5]. Quindi nessun riacquisto grazie a questa fonte se il PIL non cresce. Questo cespite tuttavia può essere usato in parte o interamente per aumentare l'interesse sullo stock di debito.
- f. Il secondo è un'imposta di solidarietà sulla ricchezza finanziaria, qui suggerisco dell'1%.

**Osservazioni.**

**3. Il tasso di interesse e la maggiore durata.** L'allungamento delle scadenze serve a sottrarre i titoli italiani a possibili speculazioni e a variazioni del valore reale di emissione, e a consentire una gestione più prevedibile dei flussi finanziari. Probabilmente, invece, *non serve* a risparmiare sull'interesse. Contrariamente a quello che si può pensare, lo 0.1% di interesse non è predatorio. Infatti il tasso di interesse richiesto da chi compra i titoli è dato da tre componenti: la remunerazione del capitale, la compensazione di una possibile inflazione e il rischio di default. Le ultime due componenti sarebbero annullate. Escludendo queste componenti, i tassi già ora praticati sui titoli a breve sono molto vicini allo 0.1%. Più interessante però è il caso dei titoli a lunga scadenza. Al momento in cui viene scritto questo articolo (giugno 2020) il famoso *spread* oscilla intorno al 2%, il che, come sappiamo, vuol dire che un titolo italiano viene comprato solo se rende il 2% in più di uno tedesco. Lo *spread* è determinato dal rischio, sia di inflazione che di default. Una volta eliminati questi rischi, il risparmiatore sarà indifferente fra comprare un *bund* o un BTP. E siccome il *bund* oggi ha un rendimento *negativo*, i BTP allo 0.1% indicizzato diventerebbero in realtà appetibili[6].

Soprattutto, tuttavia, l'allungamento della scadenza servirebbe a evitare l'inevitabile e temibile rialzo dei tassi che si avrebbe qualora la BCE cessasse di acquistare l'enorme quantità di titoli italiani che sta acquistando ora. La semplice possibilità che ciò accada dovrebbe contribuire al buon successo dell'operazione di consolidamento, dato che ove la BCE mettesse in atto quanto sopra (magari *oborto collo*), anzi, ove semplicemente quella eventualità diventasse realistica, i titoli italiani perderebbero molto del loro valore, e i tassi di interesse esploderebbero.

**4. L'imposta di solidarietà.** Presumibilmente i titoli italiani sarebbero tanto più appetibili quanto più vicina fosse la data di rimborso. Le cifre rese disponibili per il riacquisto del debito dall'aumento delle entrate fiscali (punto e) sono molto basse (nell'esempio della nota 6, inizialmente circa lo 0.4% dello stock di debito). Converrebbe quindi probabilmente destinare la quota di maggiori entrate fiscali esclusivamente a pagare gli interessi, e usare per il rimborso (e anche per pagare gli interessi ove il PIL non cresca) i proventi di un'imposta di solidarietà sulla ricchezza finanziaria. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è molto alta e molto concentrata: 4400 miliardi (prima dell'epidemia), con un valore medio per famiglia di 165.000-170.000. Il valore mediano è però intorno ai 6000, quindi metà delle famiglie ha una ricchezza più bassa di questa cifra, e potrebbero tranquillamente essere esentate con effetti insignificanti sul gettito. Supponendo che adesso il valore della ricchezza finanziaria sia diventato di "soli" 3500 miliardi a causa della recessione da epidemia, con un'aliquota dell'1% avremmo un gettito di quasi 35 miliardi, circa l'1.46% del debito.

Contando l'imposta di bollo attualmente in vigore, l'imposta sulla ricchezza sarebbe dell'1.2%. Supponendo che la ricchezza finanziaria renda il 2% in media (che per i patrimoni elevati è un'ipotesi assai cauta), l'1.2% di imposta sullo stock equivale al 60% di imposta sul rendimento. *Quindi lo stock di ricchezza non verrebbe intaccato.*

**5. Imposta di solidarietà e rimborso del debito.** Supponiamo che l'economia italiana, che risparmierà circa 30 miliardi all'anno di spese per interessi, cresca dell'1.5% all'anno in termini reali; che all'inizio della politica il PIL sia di 1650 miliardi; e di dedicare 35 miliardi all'anno al rimborso del debito. Dopo 25 anni si saranno rimborsati 875 miliardi, e lo stock sarà sceso dagli attuali 2400 miliardi a 1525. Nel frattempo il PIL sarà diventato 2394 miliardi; quindi il rapporto debito/PIL varrà 0.637. In altri termini, in 25 anni si sarà arrivati molto vicino ai parametri di Maastricht[7] con *un aumento costante delle risorse per la spesa pubblica* (data la crescita del gettito e l'assenza di attivi primari), *l'assoluta solidità del debito* e il *mantenimento del suo valore* (anche se con un interesse molto basso) e *senza intaccare lo stock di ricchezza finanziaria delle famiglie*[8]. In realtà il limite di Maastricht sarebbe raggiunto *prima*, se si escludono dal debito da rimborsare i 220 circa miliardi costituiti dalla moneta metallica (e da voci minori ad essa assimilabili) emessa dal tesoro su direttiva della Commissione Europea, che vengono contabilizzati nel totale ufficiale di 2400 miliardi ma sono un debito puramente nozionale e ovviamente non da rimborsare[9].

Mi pare un piano di gestione e rientro ragionevole, e sicuramente meno rozzo di quello previsto dal piano di stabilità europeo,

la cui durata era poco più breve (20 anni) e non era legato alle condizioni reali dell'economia.

**6. Imposta di solidarietà e patrimoniale.** L'imposta di solidarietà qui proposta –come del resto l'imposta di bollo- è a tutti gli effetti una piccola imposta patrimoniale. Questa imposta è fortemente difendibile sul piano etico, ma anche su quello politico, per quattro motivi. 1: Sono soprattutto coloro che posseggono grandi capitali finanziari che inneggiano all'austerità e al rientro del debito. Bene, che comincino loro. 2: La ricchezza finanziaria è composta essenzialmente dall'accumulo di redditi da capitale, che sono tassati in modo proporzionale e non progressivo, in violazione del dettato costituzionale, quindi l'imposta è coerente con un adeguamento alla Costituzione. 3: il sacrificio richiesto (1% della ricchezza dei ricchi[10], e senza intaccare il capitale) è veramente molto basso, in confronto a quelli che hanno dovuto subire i non-ricchi negli anni di austerità, e che anche senza ricorrere ad argomentazioni etiche sarebbe difficile politicamente chiedere di continuare a fare. 4: Le autorità europee insistono molto sulla necessità che uno Stato paghi i suoi debiti tramite opportune politiche fiscali. Ci sarebbe molto da discutere su questo, ma è certo che un'imposta quale quella qui suggerita andrebbe incontro a quell'esigenza in modo molto più opportuno di quanto pensi di solito chi propone quelle politiche.

Inoltre, Non bisogna avere troppa paura del "pregiudizio contro la patrimoniale" se questa riguarda la sola *ricchezza finanziaria*. Almeno una ricerca empirica indica che l'opinione pubblica sarebbe favorevole, se la motivazione è valida[11], mentre a mia conoscenza non esistono studi empirici che suggeriscano il contrario. Ma soprattutto non ha senso parlare in astratto di "patrimoniale": un'aliquota dell'1% sulla ricchezza finanziaria è una cosa sostanzialmente diversa da una del 10% o da un'imposta sulla ricchezza immobiliare (che ha dei costi di esazione elevati, mentre per la prima sono pressoché nulli). Quando l'imposta di bollo è stata aumentata, il che vuol dire che è aumentata l'aliquota di un'imposta patrimoniale, praticamente non se ne è accorto nessuno. Inoltre, l'imposta qui suggerita riguarda la ricchezza delle famiglie italiane ovunque essa si trovi e quindi non comporta rischi di trasferimenti all'estero, a meno che non si voglia trasferire anche la cittadinanza, cosa molto poco probabile per un'aliquota così bassa.

**7. Effetti recessivi della nuova imposta.** Sarebbero minuscoli. La ricchezza finanziaria è perlopiù investita in giro per il mondo, dato il regime di libera circolazione dei capitali. Quindi l'imposta dell'1% sottrarrebbe al massimo all'investimento in Italia solo la quota di questo 1% che è investita in Italia. In realtà non è nemmeno così, perché l'imposta verrebbe pagata ricorrendo ai conti bancari liquidi, e quindi con una sottrazione all'investimento minuscolo o nullo. Anche l'effetto sulla domanda, il cosiddetto *Effetto Pigou*, sarebbe minuscolo, dato che i consumi sarebbero influenzati pochissimo dalla riduzione dell'1% del conto in banca.

**8. Mercato e ritorno al mercato.** Naturalmente, una volta che il rapporto debito/PIL sia sceso al valore previsto dal trattato di Maastricht (o anche prima) sarà agevole tornare a un mercato normale. Anche prima, comunque, Il rapporto debito/pil, escludendo il debito a 50 anni, diventerebbe praticamente nullo, il che darebbe un notevole spazio per nuove emissioni privilegiate, qualora lo si ritenga opportuno.

Si noti che Il debito italiano continuerebbe a costituire un attivo per le banche, a differenza che nel caso di default vero e proprio, e che il debito italiano a 50 anni continuerebbe a essere trattabile sul mercato secondario, dove il basso tasso di interesse sarebbe compensato, almeno in parte e forse del tutto, dalla pressoché totale assenza di rischio e dalla resistenza all'inflazione.

**9. Un'altra strategia possibile.** All'inizio dell'articolo avevo scritto che probabilmente esistono altre strategie *possibili* che rispettino la condizione di non ostacolare la crescita. Discutendo con colleghi ed amici è emersa la possibilità di una politica più ambiziosa e coraggiosa, ma probabilmente anche più difficile da fare accettare in sede europea: e cioè non rimborsare il debito, ma usare i (per es.) 35 miliardi provenienti dall'imposta sulla ricchezza per fare crescere il PIL, e quindi ottenere una progressiva riduzione del rapporto debito/PIL operando esclusivamente sul denominatore del rapporto. 35 miliardi sono circa il 2% del (presumibile) PIL del 2020, e il loro trasferimento dalla ricchezza (che non entra nel calcolo del PIL) al reddito farebbe crescere *ipso facto* il PIL per lo stesso importo, senza contare gli effetti moltiplicativi. Supponendo una crescita del 2% annuo

(un valore piuttosto cauto, se includiamo tali effetti), in 30 anni il rapporto debito/PIL scenderebbe all'80%. Si tratta di una politica più esposta della precedente a eventi esogeni e più difficile da fare accettare all'Europa, ma certamente preferibile ove il governo italiano possa agire con la determinazione necessaria; e che in ogni caso merita un approfondimento.

**10. Osservazioni finali.** Legare il pagamento degli interessi alla crescita delle entrate crea una interessante, anche se piccola, contraddizione "nel campo nemico": i *rentiers* traggono vantaggio dalla riduzione della evasione fiscale e dall'aumento delle entrate, e perdono (un po') per una riduzione delle tasse.

Questo piano è ragionevole (e forse altri piani lo sono) e rispetta nella sostanza quelle che erano le richieste formali dell'Europa prima dell'epidemia. Un suo eventuale rifiuto non potrebbe quindi essere motivato che da ragioni politiche (per esempio, tenere alto lo spread coi *bund* per proteggere le emissioni tedesche), il che renderebbe giustificata, e probabilmente inevitabile, il mancato rispetto di qualche articolo dei trattati da parte dell'Italia. *A la guerre comme à la guerre.*

Il fatto che questo piano sia sensato non esclude affatto che possa avere molti nemici, piuttosto il contrario (coloro che non vogliono pagare nemmeno l'1%, i tedeschi che temono la riduzione dello spread, coloro che vogliono l'austerità per essere obbligati a privatizzare il welfare e precarizzare il mercato del lavoro, eccetera). Però –e perciò– può essere un buon punto di partenza per un programma di sinistra.

Infine, la proposta contenuta in questo articolo sarebbe inutile se l'Europa adottasse la politica consigliata dai libri di testo, vale a dire l'acquisto del debito da parte della sua Banca Centrale e la sua conseguente neutralizzazione. Il fatto che questa politica sia implementata molto parzialmente e fra contrasti molto forti implica inevitabilmente che nel processo di costruzione dell'Unione Europea ci siano dei gravi difetti. Ma questo è un altro discorso.

---

[1] Con un debito intorno ai 2400 miliardi, su cui si paga circa il 2% del PIL di interessi, l'arrivo di 100-120 miliardi in più, sia pure a tassi molto bassi, modifica di poco la situazione complessiva; e può anche aggravarla, se l'accettazione dei nuovi crediti implica l'accettazione di un patto di stabilità di cui per ora non si conoscono le condizioni.

[2] Dal sito ufficiale dell'ESM: "Afterwards [dopo la scadenza del periodo in cui viene concesso il prestito], euro area member states would remain committed to strengthen economic and financial fundamentals, consistent with the EU economic and fiscal coordination and surveillance frameworks, including any flexibility applied by the competent EU institutions".

[3] Tutti i commentatori ritengono che l'accettazione dei contributi a fondo perduto sarà condizionata all'accettazione della parte a debito, per la quale vedi le note 2 e 3. E il progetto prevede che i finanziamenti siano concessi progressivamente, previa verifica dell'utilizzo delle rate precedenti.

[4] Ci sono molti modi in cui l'Italia potrebbe attuare politiche che implicano una denuncia dei trattati, raggruppabili sotto due categorie: l'emissione di una moneta parallela e il default sul debito. E c'è un solo modo di rendere la minaccia credibile, e cioè di essere effettivamente disposti a metterla in pratica, come ben spiegato da Varoufakis (*Adulti nella stanza*, "La Nave di Teseo", 2018)

[5] Faccio un esempio. Se il PIL non cresce, nessuna risorsa proverrà da questa fonte. Se invece cresce (poniamo) del 3%, supponendo che le entrate fiscali rimangano fisse al 43%, che il PIL siadi 1800 miliardi e che non vi sia *fiscal drag*, le maggiori entrate sono pari 23 miliardi; di questi almeno 1.8 servono al pagamento degli interessi e il resto viene impiegato per ricomprare il debito.

[6] Le cifre, qui sotto e altrove, sono provvisorie e opinabili, quindi si deve pensare ad esse come a un ordine di grandezza. In particolare, come PIL iniziale ho supposto il 90% di quello di fine 2019. Soprattutto, come debito ho assunto la cifra ufficiale (arrotondata) di 2400 miliardi. Ma questa cifra andrebbe corretta: bisognerebbe togliere probabilmente il debito in valuta (che però, grazie al cielo, è molto piccolo, intorno ai 3 miliardi), i debiti commerciali (probabilmente intorno ai 25 miliardi) e forse

–per considerazioni politiche- il debito a lungo termine dei privati, che non so quanto sia (il totale è intorno al 6%, 145 miliardi circa). Escudendo dal consolidamento queste voci, risulterebbero dei limitati oneri aggiuntivi da pagare, cui si potrebbe provvedere con il secondo cespite.

[7] In realtà probabilmente il limite del 60% sarà stato nel frattempo alzato, dato che quella cifra era semplicemente il valore medio dei paesi coinvolti.

[8] Dal momento che lo stock del debito cresce come il PIL, possiamo ragionare in termini reali.

[9] Implicitamente, si accetta l'ipotesi che la ricchezza finanziaria lorda reale rimanga invariata. Se essa diminuisce le risorse per il riacquisto calano; ma è semmai più probabile che aumenti, dato che lo stock non viene intaccato. L'ipotesi neutra di invarianza è quindi più facilmente conservatrice che ottimista.

[10] Il 75% della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane appartiene al 30% delle famiglie. Questo consentirebbe di adottare un'aliquota progressiva che dia in media l'1% ma che sia molto bassa o nulla per le famiglie meno ricche, e poco superiore all'1% per quelle più ricche. Non approfondiamo per semplicità. I dati sono del 2016, ma molto probabilmente da allora la concentrazione della ricchezza è aumentata.

[11] [https://www.digspes.uniupo.it/sites/default/files/ ... ucapdv/polis0233.pdf](https://www.digspes.uniupo.it/sites/default/files/...ucapdv/polis0233.pdf)