

Analisi macroeconomica, prospettive italiane e una valutazione di MES 'pandemico' e Recovery Fund.

Antonella Stirati - 01/07/2020 [social and political notes]

Prima di entrare nel merito della argomentazione, del contesto, e della valutazione di queste due misure vorrei anticipare qui a grandi linee la valutazione complessiva che emerge.

Il **MES 'pandemico'** o sanitario, nonostante l'assenza di condizionalità ex-ante (eccetto che sulla destinazione dei fondi) presenta insidie rilevanti connesse al suo prevedere una 'sorveglianza rafforzata' sulla politica di bilancio dei paesi debitori pienamente incardinata nel quadro normativo dei trattati e quindi in quelle regole di finanza pubblica che hanno già dimostrato la loro disfunzionalità, specialmente in periodi di crisi.

Il **Recovery fund** proposto dalla commissione *presenta una componente estremamente limitata, nel caso dell'Italia, di risorse e 'a fondo perduto'*. Esso ha però il vantaggio importante *entro il quadro istituzionale attuale* di poter realizzare spese e investimenti pubblici che possono favorire la crescita dell'economia nei prossimi anni, restituendo poi tali risorse in modo dilazionato nel tempo su un orizzonte temporale lungo.

Cosa è cambiato nelle analisi macroeconomiche 'dominanti' e istituzionali dal 2008 a oggi

La versione standard dei modelli macroeconomici insegnata sui libri di testo sino al 2008 indicava che politiche fiscali restrittive (di 'austerità') hanno effetti negativi nel breve periodo, ma neutrali o positivi nel medio-lungo periodo (in quanto favorirebbero una crescita degli investimenti privati). Negli anni 2000 si è diffusa la tesi cosiddetta della austerità espansiva (principalmente ad opera di economisti italiani di profilo internazionale) cioè che politiche di austerità potessero avere immediatamente ed esclusivamente effetti *positivi* sulla crescita del PIL. Tale tesi ha ricevuto da subito molte critiche presso le grandi istituzioni internazionali, in particolare **FMI**, ma è stata molto usata in Europa e in Italia per dare sostegno alle politiche di austerità attuate dopo la crisi.

Dopo il 2008 molti studi hanno riesaminato gli effetti delle recessioni e delle politiche di austerità. Questi studi hanno generalmente portato, sulla base di evidenze empiriche, a conclusioni diverse dalle precedenti:[\[1\]](#)

1. Le politiche fiscali restrittive hanno effetti *sempre* negativi sul PIL
2. Gli effetti negativi di politiche fiscali restrittive (così come quelli delle recessioni) hanno effetti non transitori (di breve periodo) ma *persistenti*. Cioè: la crescita riprende, ma il PIL non torna sulla traiettoria precedente, c'è un danno persistente.
3. Gli effetti delle politiche fiscali sono più forti nelle economie in recessione o stagnazione: cioè politiche fiscali restrittive in una economia già in crisi determinano danni maggiori all'economia che se vengono effettuate in una economia in 'buona salute'
4. Dati i punti precedenti può accadere (ed è generalmente accaduto dopo il 2008, in particolare nelle economie europee sottoposte ad austerità) che politiche fiscali *restrittive* causino un *aumento* del rapporto debito-PIL.
5. Politiche fiscali *espansive*, se hanno un impatto sufficientemente elevato sul PIL, *riducono* il rapporto debito PIL. Cioè: quest'ultimo può essere ridotto da politiche di spesa in disavanzo, purché la composizione della manovra sia tale da garantire un impatto importante sul PIL (un moltiplicatore fiscale elevato)

Queste tesi si sono fatte (un po' di) strada persino nelle istituzioni europee e le troviamo nel documento di accompagnamento alla proposta della commissione circa il cosiddetto **Recovery Fund**:

"...una quota molto ampia dei finanziamenti è destinata a investimento pubblico; questo ha un moltiplicatore fiscale maggiore

di uno, cioè un euro speso genera un aumento di Pil maggiore di un euro...A partire dal 2030 il rapporto medio debito-PIL nell'Unione Europea si stima sarà più basso di 3 punti di quanto sarebbe in assenza di tali politiche"^[2] Per i paesi ad alto debito la riduzione prevista nello stesso documento è di 5 punti entro il 2024, e di 8,5 su un periodo più lungo rispetto ad uno scenario di assenza delle politiche di spesa previste dal *Next generation EU*.

Alla luce di **analisi economiche** largamente condivise, dobbiamo quindi smettere di pensare 'in automatico' che più deficit significa più Debito-PIL, e che se vogliamo ridurre quest'ultimo si devono fare avanzi nei conti pubblici. Gli effetti macroeconomici sono più complessi.

Quanto appena detto circa l'evoluzione delle **analisi macroeconomiche** si riflette anche in cosa si sta facendo nei vari paesi in risposta alla crisi. Ovunque assistiamo a politiche fiscali fortemente espansive, molto più ampie di quanto fatto dopo il 2008. Secondo i dati forniti dal Fondo monetario internazionale (*Policy responses to Covid*, aggiornato al 24/6/2020),

in US sono stati più di 3.000 miliardi di dollari (circa 15% PIL) di spesa dirette e riduzioni del prelievo fiscale, in Giappone circa è stato stanziato circa il 21% del PIL (nonostante il 200% nel rapporto debito Pil, il Giappone gode elevato risparmio/ricchezza delle famiglie, e non ha indebitamento netto estero – in queste caratteristiche è simile all' Italia, ma gode inoltre di tassi di interesse sul debito molto bassi). In Germania sono stati stanziati **327** miliardi euro (esclusa espansione credito), circa 14% del PIL. Più moderata invece lo stimolo fiscale in Italia, che ha stanziato misure per il 5% del PIL e in Spagna (3.2% del PIL).

Si noti quindi che nell'eurozona spendono di più i paesi 'core', per lo più meno colpiti dalla pandemia; spendono meno i paesi 'periferici' anche quando più colpiti (Spagna e Italia) e questo accentuerà i processi di divergenza già in atto nell'eurozona.

La Politica monetaria in tutti i grandi paesi extra-eurozona ha previsto una varietà di misure eccezionali di intervento e ovunque anche misure di acquisto illimitato di titoli pubblici insieme a una sostanziale e per lo più esplicita garanzia di impegno a mantenere bassi e stabili tassi di interesse anche in futuro.

Il contesto europeo e la situazione italiana

Per quanto riguarda la politica fiscale, in Europa sono state *temporaneamente* sospese le regole fiscali dei trattati; Oltre al MES e Recovery Fund, su cui tornerò, si è cominciato a predisporre il fondo SURE da 100 miliardi destinati al sostegno dei disoccupati (per 27 paesi UE) e 25 miliardi garanzie della Banca Europea degli Investimenti a sostegno del credito alle imprese – piuttosto poco come rilevanza macroeconomica, e finora ogni paese ha fatto da sé.

Per la politica monetaria, la BCE ha varato programmi di acquisto di titoli pubblici (prorogati fino a giugno 2021) con *temporanea* flessibilità riguardo ai criteri di proporzionalità tra paesi (*capital key*), che sono riusciti a contenere gli spreads tra i tassi di interesse.

Si noti l'incertezza dovuta alla sospensione ma non revisione delle regole monetarie e fiscali. Pesa anche l'incognita degli effetti della sentenza della Corte costituzionale tedesca sul comportamento della Banca Centrale Tedesca.

La situazione italiana: il contesto e i problemi attuali

L'Italia entra negli anni 1990 con un debito pubblico già elevato (circa 120% del PIL) legato non a spesa pubblica elevata nel confronto con altri paesi europei, ma a insufficienza delle entrate fiscali e tassi di interesse elevati dovuti a scelte di politica monetaria e del cambio, che durante gli anni 1980 hanno generato un effetto 'slavina' e il raddoppio del rapporto debito-PIL. Dal 1992 in poi L'Italia ha *sempre* avanzi primari (*unico* paese dell'eurozona). Questo sino al 2008 ha rallentato la crescita dell'economia e della produttività (che prima procedeva grosso modo in linea con quella tedesca), ma ha determinato anche una riduzione del rapporto debito-PIL grazie ai bassi tassi di interesse. La caduta del PIL nel 2008 riporta il rapporto Debito-PIL a 120%. Dopo la crisi, l'accentuazione delle politiche di austerità adottate in seguito all'aumento degli spreads sui titoli italiani (2011-2012) determinano un ulteriore crollo del PIL (-4,5%) e l'aumento del rapporto Debito-PIL al 135%. *Nel 2019, l'Italia non aveva ancora recuperato i livelli di PIL e di occupazione in ore lavorate del 2007*

La situazione attuale come sappiamo è una caduta attesa del PIL intorno al 10% nel 2020 per poi recuperare circa la metà nel 2021. Insieme ai disavanzi di bilancio correnti, questo porterebbe il rapporto debito-PIL dell'Italia al 160% quest'anno e intorno al 155% a partire dal prossimo anno. Nonostante l'Italia abbia alcuni punti di forza come il basso indebitamento ed elevata ricchezza del settore privato, e un debito netto con l'estero prossimo a zero, nel quadro delle attuali regole monetarie e fiscali europee l'elevato debito-PIL rappresenta un problema. Purtroppo, la modifica di queste ultime è difficile, nonostante ormai venga ampiamente riconosciuto che le regole fiscali europee sono disfunzionali e pro-cicliche, cioè tendono ad amplificare le recessioni (cfr European fiscal board) e che debbano essere cambiate (Lagarde).

L'unica strada possibile per l'Italia nel contesto presente è un percorso tale da mantenere per lunghi periodi di tempo il tasso di interesse nominale medio sull'intero stock di debito pubblico più basso del tasso di crescita nominale del PIL:

$$r < g$$

molto banalmente, se il saldo primario è in pareggio, r è il tasso di crescita del debito, mentre g è il tasso di crescita del PIL.

La Soluzione ideale per l'Italia, (così come per altri paesi europei) per uscire dall'alto debito sarebbe la trasformazione in titoli perpetui o a lunghissima maturità dei titoli già in possesso della Banca d'Italia (acquistati su mandato BCE). La proposta di acquisto di titoli perpetui da parte delle banche centrali sta venendo avanzata da moltissime parti anche di elevato profilo di competenza tecnica, ma (per ora) Lagarde l'ha bollata come un esercizio intellettuale e, purtroppo, la proposta non sembra essere all'ordine del giorno. In assenza di quanto sopra, è necessaria almeno la garanzia del rollover dello stock di debito e chiusura (o quasi) degli spreads negli anni futuri attraverso l'intervento della BCE sui mercati secondari. L'ultimo punto è quanto di fatto sta avvenendo ovunque ed è anche indicato come necessario per l'eurozona (insieme al forte allungamento della maturità del debito) in un recente intervento di Fabio Panetta, membro del board della **BCE**. Tuttavia, anche su questo le prospettive nell'eurozona sono incerte.^[3]

Dunque, il tasso di interesse medio sullo stock di debito è sostanzialmente nelle mani della BCE e nella sua capacità di 'rassicurare i mercati'. Per l'Italia intervento della Banca Centrale è **in ogni caso essenziale**: il problema non è solo finanziare le spese in deficit attuali e future – il problema maggiore è garantire il riacquisto dello stock di debito che ogni anno viene a scadenza (un ordine di grandezza di centinaia di miliardi l'anno) ad un tasso di interesse basso. Naturalmente sono utili anche tutte le misure volte a riportare il debito pubblico in mani italiane, o ad incanalare i risparmi degli italiani verso investimenti di pubblica utilità, purché ciò possa avvenire a tassi di interesse contenuti (da questo punto di vista, potrebbero essere interessanti ipotesi di ancorare i rendimenti alla crescita del PIL nominale)

L'altra variabile cruciale è il tasso di crescita dell'economia: le 'riforme' possono essere utili (efficienza PA, ricerca) o dannose (come quelle di deregolamentazione del mercato del lavoro) ma anche quando utili *non hanno effetti sensibili* sulla crescita. Per questa c'è bisogno di politiche di sostegno alle esportazioni e di politiche di bilancio pubblico con elevato impatto sul PIL (elevati moltiplicatori fiscali – vedi documento 'tecnico' della Commissione). Gli investimenti privati sono naturalmente importantissimi, ma sappiamo dall'**analisi economica** che, a livello aggregato, il singolo più importante fattore di stimolo di questi ultimi è *la crescita della domanda*.

Nonostante la variabilità delle stime relative ai valori assoluti dei moltiplicatori fiscali, vi è larga convergenza nella letteratura economica circa la *gerarchia* dei valori dei moltiplicatori, e ne risulta che in generale:

- I moltiplicatori fiscali della riduzione delle tasse (in particolare sui redditi medio-alti) e dei trasferimenti alle imprese sono *molto più bassi* di quelli di altre voci di bilancio.
- I moltiplicatori più elevati sono quelli degli investimenti pubblici e della spesa in consumi pubblici (sanità, istruzione ecc – cioè della assunzione di personale addetto a fornire quei servizi).

Quindi l'Italia dovrebbe puntare a spendere, anche in disavanzo, su componenti di spesa ad elevato moltiplicatore: investimenti e crescita dell'occupazione qualificata nel settore pubblico, attualmente molto sottodimensionato rispetto a quanto avviene in altri paesi europei.

Un aumento dei tassi di interesse, e/o il tentativo di ridurre il debito-Pil attraverso politiche di avanzi primari già a partire dai prossimi anni avrebbe effetti drammatici sul rapporto debito-PIL (che aumenterebbe). Ne risulterebbe un circolo vizioso che porterebbe il paese a dover scegliere tra italexit da un lato o default più crisi bancaria più commissariamento da parte della troika dall'altro.

Una valutazione delle principali misure europee: MES 'pandemico' e proposta di 'Recovery fund'.

Il MES 'pandemico'

Si tratta di un prestito di 37 miliardi per spese sanitarie dirette e indirette, con maturità decennale e tasso di interesse molto basso. L'importo andrebbe comunque a gravare sul debito pubblico italiano. L'unica condizionalità *ex-ante* riguarda la destinazione di spesa.

I risparmi sono limitati rispetto all'alternativa di finanziare tali spese con l'emissione di debito pubblico. Al *massimo* e nelle ipotesi più *estreme* si tratta di 700 milioni l'anno x 10 anni; più verosimilmente di una cifra intorno ai 500 milioni l'anno.

I vantaggi economici indiretti e molto poco probabili possono venir attribuiti al fatto che il ricorso al MES è *condizione necessaria ma non sufficiente*, perché la BCE possa dar luogo al programma 'outright monetary transtactions' (OMT) di acquisto illimitato dei titoli del paese da parte della BCE. Questo sembra *estremamente improbabile senza ulteriori condizioni*.

Le insidie stanno nei riferimenti espliciti ai trattati istitutivi del MES contenuti anche nei recenti documenti dell'eurogruppo che hanno varato il programma 'pandemico'. Secondo le norme contenute nei trattati i paesi debitori del MES sono sottoposti da parte della Commissione a sorveglianza rafforzata sulla situazione macroeconomica. Come spiegano molto bene Cottarelli e Moavero in un loro articolo su Repubblica:

"Gli effetti dell'ineludibile "sorveglianza rafforzata" sono comunque significativi per lo Stato (vedi articolo 3): una più attenta indagine sulle sue finanze, con l'obbligo di fornire a livello Ue le medesime informazioni previste dalla procedura d'infrazione per disavanzi eccessivi; le "missioni di verifica periodiche" della Commissione, della Bce, "se del caso, con l'Fmi" (stessi attori, pur con ruolo diverso, della troika); poi, il Consiglio Ue può — punto nodale — raccomandare allo Stato "misure correttive" o un "progetto di programma di aggiustamento macroeconomico", una "raccomandazione" di peso, specie se combinata al timore della reazione negativa dei mercati." (Carlo Cottarelli e Enzo Moavero, Repubblica del 28 aprile 2020)

In sostanza giudizi negativi sulla situazione italiana che tipicamente mandano in 'fibrillazione' i mercati finanziari potrebbero avere costi estremamente elevati.

Va inoltre notato che tra i documenti^[4] di accompagnamento del prestito 'pandemico' vi è una valutazione (positiva) della sostenibilità del debito italiano che tuttavia contiene una crono-tabella che prevede per l'Italia un disavanzo **complessivo** di bilancio del 2% nel 2026, e dunque *un consistente avanzo primario, maggiore di quelli richiesti all'Italia negli anni passati* (considerato che il disavanzo è lo stesso previsto per il 2019, ma le somme pagate per interessi saranno più elevate nel 2026, dato l'incremento del rapporto debito-PIL) in sostanza, un pieno ritorno a regole e politiche fiscali pre-crisi, a cui ci si aspetta che il paese debba attenersi.

Infine, vi è incertezza su cosa significa esattamente spese indirette. E d'altra parte 37 miliardi sono troppi perché sia possibile spenderli tutti nella sanità.

II Recovery fund (Next generation EU)

Secondo la proposta della Commissione si tratta di un 'pacchetto' di 750 miliardi in 4 anni (per tutti i 27 paesi UE) erogabili come **prestiti** (loans) o come **sovvenzioni** ('grants') contenenti un elemento di 'fondo perduto'.

Prima di entrare nel merito della distribuzione quale risulta dai documenti della Commissione, vediamo come verrebbe finanziato.^[5]

Modalità di finanziamento

Per tutti i 750 miliardi La Commissione ricorrerà ai mercati finanziari emettendo titoli a basso tasso di interesse e scadenza variabile tra 2028 e 2058. L'importo del programma non graverà dunque – inizialmente - sui bilanci dei singoli paesi e nel computo del loro debito pubblico (Commission staff working document, cit, p. 2)

I tassi di interesse su questi titoli sarebbero pagati dalla Commissione con 'risorse proprie' (IVA, tassazione delle emissioni; multinazionali). In assenza di altri elementi è ragionevole ipotizzare che il contributo proveniente da ciascun paese alle entrate fiscali della Commissione sia proporzionale alla sua quota sul PIL europeo (12,8% per l'Italia nel 2019 – in assenza di dati più recenti qui, come nei documenti europei, si farà riferimento ai dati dello scorso anno)

Rimborso dei titoli a scadenza:

- 'Risorse proprie' derivanti dalla fiscalità della commissione;
- Rimborso che i singoli paesi dovranno fornire, diverso a seconda dello strumento utilizzato (grants o loans – sovvenzioni o prestiti)
- Come faranno i singoli paesi ad avere le risorse per rimborsare i prestiti e i 'grants'? Verosimilmente con emissione di titoli di debito pubblico nazionali. Tuttavia, è molto importante a tale riguardo la lunga maturità e dilazione nel tempo delle scadenze dei titoli emessi dalla Commissione (cioè 2028-2058).

Quota di rimborso dei fondi ricevuti

LOANS/PRESTITI: devono essere restituiti per intero dal paese ricevente e possono essere richiesti da ciascun paese nella misura massima del 4,7% del proprio PIL

'GRANTS'/sovvenzioni': vengono distribuiti (cioè, ne viene determinata la disponibilità massima) in base ad un insieme di indicatori (in particolare, livelli di reddito pro-capite e disoccupazione); vengono rimborsati in base alla quota di PIL della UE rappresentato dal PIL del paese. Per l'Italia nella proposta della Commissione si prospetta un massimo di erogazione pari al 20,4 % dei fondi disponibili come 'grants' e una quota di restituzione del 12,8%.

Importi erogabili

Dei 750 miliardi previsti, l'importo maggiore riguarda le misure previste nel programma:

Recovery and Resilience Facility: sono 560 miliardi divisi tra 310 di 'GRANTS' e 250 di LOANS destinati entrambi a investimenti pubblici (prevalentemente 'Green' e [digitalizzazione](#)) e riforme.

Dei rimanenti 190 dei 750 previsti dal 'Next generation EU', distribuiti su una varietà di iniziative e programmi europei già esistenti, secondo la relazione tecnica di accompagnamento 140 sarebbero anch'essi distribuiti come 'grants' (tra questi, le voci principali sono fondi regionali per politiche di coesione per 50 miliardi per il complesso dei paesi; sostegno alle imprese e agli investimenti privati per 36 miliardi; risorse naturali e ambiente – 30 miliardi.).

L'importo *massimo* spettante all'Italia dei 560 miliardi secondo i parametri indicati sopra: 'Grants' 63 miliardi sui 310 suddivisi in

4 anni; più un massimo complessivo di prestiti pari al 4,7% del Pil cioè circa 83 miliardi complessivamente, distribuiti su 4 anni.

Sui restanti 140 all'Italia spetterebbero altri 28 miliardi circa di 'grants'.

Il potenziale **massimo** aggiuntivo di spesa secondo la proposta sarebbe per l'Italia di circa **174** miliardi complessivamente, circa 43 all'anno se distribuiti su 4 anni, pari al 2,3 % del PIL del 2019.

A fondo perduto?

Il contributo netto per l'Italia (il trasferimento fiscale) è limitato; i Paesi con contributo netto molto elevato sono quelli dell'Est Europa e la Spagna, molto meno l'Italia. Il **contributo netto** verso l'Italia sarebbe *al massimo* intorno agli 8,5 miliardi all'anno x 4 anni.^[6] Questo a fronte, come termine di paragone, di un contributo **netto** annuo dell'Italia al bilancio europeo che negli anni scorsi ha avuto una consistenza tra i 4 e 5 miliardi annui (5 nel 2018).

*Questo per chiarire che i benefici che possono derivare all'Italia **non** sono legati a un 'trasferimento fiscale' implicito nel next generation EU, ed è rilevante rimarcarlo in sede di negoziazione.*

Perché il piano possa avere un effetto macroeconomico è assolutamente necessario, come sottolineato dalla relazione di accompagnamento, che le spese previste siano aggiuntive e non sostitutive, e che vengano concentrate su voci di spesa ad elevato impatto.

Sono ovviamente insidiosi i contenuti di condizionalità (riguarderanno solo la destinazione? Cosa saranno le riforme proposte?) e la verifica della attuazione con possibilità che vengano negate le *tranches* successive di finanziamento. Questo comporta rischi legati da un lato a inefficienze italiane nella capacità di spesa, ma dall'altro anche alla influenza di logiche politiche sulle valutazioni (governo 'amico' o 'avversario'), o al possibile 'conflitto di interessi' da parte dei paesi contributori netti (che avrebbero interesse a limitare l'erogazione di fondi).

Poiché il 'fondo perduto' è di ammontare molto limitato l'Italia dovrebbe insistere

- Che 'condizioni' e obiettivi siano concordati ed evitare le riforme inutili e dalle conseguenze sociali non desiderabili (ad es. flessibilizzazione ulteriore del mercato del lavoro o delle retribuzioni)
- Che obiettivi e criteri di verifica siano concordati e servano da 'supporto' e non da 'giudizio' seguito da 'sanzione'.
- Che le regole non siano tali che eventuali mancate erogazioni rispetto ai valori massimi trasformino il paese da beneficiario netto in contributore netto.
- Che si mantenga o allunghi ulteriormente la maturità dei titoli emessi dalla Commissione, che è il reale elemento che consente un impatto macroeconomico delle misure:
- Che tra i criteri per l'assegnazione dei fondi vi siano i danni economici subiti in seguito alla pandemia (caduta del PIL e caduta dell'occupazione, comprese le ore di cassa integrazione, nella prima parte del 2020)

I vantaggi non stanno tanto nella presenza di 'trasferimenti fiscali' (cioè risorse a fondo perduto) quanto essenzialmente:

- nella *rimozione temporanea dei vincoli di spesa* relativamente ad alcuni ambiti senza che i disavanzi vadano a gravare sulla contabilità del debito (una sorta di 'golden rule' temporanea su alcune voci di spesa pubblica)
- una restituzione molto dilazionata nel tempo dei fondi spesi e bassi tassi di interesse.

Questo deve essere però chiaro all'opinione pubblica italiana ed europea e rilevante in sede di negoziazione. Il contributo della commissione sta essenzialmente nel mettere a disposizione lo strumento della emissione di debito comunitario. *I vantaggi stanno principalmente nella possibilità di un temporaneo superamento delle regole fiscali europee*, che dovrebbero comunque essere modificate in quanto altamente disfunzionali.

Quali che siano le dimensioni di 'Next generation EU' rimane fondamentale il comportamento della BCE senza il cui contributo

non sarà possibile garantire il rinnovo dello stock di debito a tassi di interesse sostenibili.

[1] Per una rassegna della letteratura cui si fa riferimento e ulteriori evidenze cfr D. Girardi, W. Paterneis Meloni; A. Stirati, Reverse Hysteresis? Persistent effects of autonomous demand expansions, Cambridge Journal of Economics, febbraio 2020

[2] "The overall package is 'self-financing'. A large share of the financing supports public investment; this has a multiplier larger than one, meaning one additional euro in public investment leads to more than one euro additional of GDP share of resources. The assumed favourable effects from additional provision of finance to the private sector increase government revenues via automatic stabilisers. [...] By 2030, the average debt-to-GDP ratio in the EU is estimated to be almost 3 percentage points lower than in the baseline scenario" (Commission Staff Working Document – Identifying Europe's recovery needs 27/5/2020; doc 520020SC0098, p. 31)

[3] In un recente articolo Fabio Panetta, membro del Board della BCE, ha dichiarato che è essenziale: "...assicurare che tutti i paesi beneficino di bassi costi di finanziamento e di rischio di rinnovo pari a zero...lo scopo della politica fiscale deve essere quello di rinviare il costo di finanziamento di questa crisi lontano – molto lontano – nel futuro. Il debito emesso a maturità molto lunga diventa più sostenibile nel tempo quando la crescita è maggiore dei tassi di interesse." F. Panetta, *Joint response to coronavirus crisis will benefit all EU countries*, 21 aprile 2020: <https://www.politico.eu/article/joint-response-coronavirus-crisis-benefit-all-eu-countries/>

[4] ESm, pandemic crisis support, Annex II - Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States, 07 May 2020, tabella 1, p. 3.

[5] I numeri e parametri utilizzati sono ricavati da tre documenti: 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, Brussels, 27.5.2020 COM(2020) 442 final; Commission Staff working document - Identifying Europe's recovery needs. Brussels, 27.5.2020, SWD(2020) 98,final; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a Recovery and Resilience Facility, Brussels, 28.5.2020 COM(2020) 408 final 2020/0104 (COD). I dati finali sono in parte diversi da quelli presentati nella tabella A.1 allegata al secondo dei documenti sopra citati, in quanto quei dati appaiono in parziale contraddizione con i contenuti dello stesso e di altri documenti. In particolare, nella tabella cui ci riferiamo i 'prestiti' non risultano da restituire al 100%, contrariamente a quanto altrove affermato. Ne risulta che nei nostri calcoli i trasferimenti a fondo perduto risultano inferiori che nella tabella A.1. In ogni caso, poiché si tratta di una proposta ancora in fase di negoziazione, i dati non vanno presi come definitivi ma come illustrativi delle caratteristiche generali della proposta.

[6] Ricavati come: $(63+28)-(12,8\% \times 450) = 91-57,6 = 33,4$ da distribuire su 4 anni.

Analisi Macroeconomica: il contesto e i problemi attuali in Italia



Analisi Macroeconomica