



*Costituzionalismo.it*

Fascicolo 2 | 2021

La situazione macroeconomica  
italiana e l'impatto  
del Recovery Fund

di Antonella Stirati

EDITORIALE SCIENTIFICA

# LA SITUAZIONE MACROECONOMICA ITALIANA E L'IMPATTO DEL RECOVERY FUND\*

*di Antonella Stirati*

Professore ordinario di Economia Politica  
Università Roma Tre

SOMMARIO: 1. COSA È CAMBIATO NELLE ANALISI MACROECONOMICHE “STANDARD” E ISTITUZIONALI DAL 2008 A OGGI; 2. IL CONTESTO EUROPEO E LA SITUAZIONE ITALIANA; 3. IL RECOVERY FUND NELLO SCENARIO ITALIANO: COME FUNZIONA E QUANTO SARÀ EFFICACE; 3.1. LO SCENARIO ECONOMICO ITALIANO DEL PRE E POST PANDEMIA; 3.2 COME FUNZIONA; 3.3 AVRÀ UN IMPATTO SIGNIFICATIVO SULLA CRESCITA?

## **1. Cosa è cambiato nelle analisi macroeconomiche “standard” 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 in quanto avrebbero generato aspettative favorevoli ad un incremento dei consumi e/o degli investimenti. Tale tesi, e le evidenze empiriche portate a suo sostegno, hanno ricevuto da subito molte critiche, anche presso ricercatori di grandi istituzioni internazionali, tra cui in particolare ricercatori del Fondo Monetario Internazionale (FMI). Le critiche hanno mostrato come le analisi empiriche portate a sostegno della austerità espansiva fossero mal disegnate, in quanto non tenevano conto di altri fattori rilevanti nel determinare la crescita, e inoltre trascuravano l'endogeneità dei saldi di bilancio pubblico rispetto all'andamento del PIL. In pratica, per fare un esempio, un aumento del PIL dovuto ad un aumento delle esportazioni o degli investimenti diretti esteri genera un aumento delle entrate fiscali ed un miglioramento dei saldi di

bilancio pubblico – quindi una associazione di espansione del PIL e miglioramento dei saldi pubblici – che tuttavia non ha nulla a che fare con politiche di ‘austerità’. Nonostante tali critiche, la tesi della austerità espansiva è stata molto usata in Europa e in Italia per dare sostegno alle politiche di tagli 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, e vicine a quanto in precedenza sostenuto, anche in Italia, da economisti di impostazione Keynesiana<sup>1</sup>:

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 che quando 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

---

\* Parti di questo articolo rappresentano aggiornamenti o sviluppi di altri contributi: A. STIRATI, *Analisi macroeconomica, prospettive italiane e una valutazione di MES 'pandemico' e Recovery Fund*, in *Economia e politica*, 1 luglio 2020; A. STIRATI, *Le Ombre sul Recovery Fund*, in corso di pubblicazione, *Micromega*, 2021.

<sup>1</sup> Per una rassegna della letteratura cui si fa riferimento e ulteriori evidenze cfr. D. GIRARDI, W. PATERNESI MELONI, A. STIRATI, *Reverse Hysteresis? Persistent effects of autonomous demand expansions*, in *Cambridge Journal of Economics*, febbraio 2020.

quota molto ampia dei finanziamenti è destinata a investimento pubblico; questo ha un moltiplicatore fiscale maggiore di uno, cioè un euro *aggiuntivo* 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»<sup>2</sup>.

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 un più elevato rapporto 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 e dei fatti dopo la crisi del 2008 si riflette anche in cosa si è fatto e si sta facendo nei vari paesi in risposta alla pandemia. 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 giugno 2021), in US la spesa pubblica e le riduzioni del prelievo fiscale durante la pandemia sono state circa il 19% del PIL nel solo 2020, e si sta ora attuando per il 2021 un piano ulteriore di stimolo fiscale di importo pari a 1 900 miliardi di dollari, in grandissima parte destinati a integrare i redditi familiari e stimolare i consumi. Inoltre, l'amministrazione Biden intende procedere nel 2022 a un insieme di spese e investimenti pubblici per un ammontare di 6000 miliardi di dollari. In Giappone è stato stanziato circa il 21% del PIL per fronteggiare la pandemia. Nonostante il rapporto debito Pil elevatissimo, oltre il 200%, il Giappone gode elevato risparmio e ricchezza delle famiglie, e non ha indebitamento netto estero – in queste caratteristiche è simile all'Italia, ma gode inoltre di sovranità monetaria, con una Banca centrale che assicura da lungo tempo tassi di interesse molto bassi. In Germania è stato stanziato (escluse le somme poste a garanzia dei prestiti alle imprese), circa il 14% del PIL. Più moderato invece lo

---

<sup>2</sup> *Commission Staff Working Document – Identifying Europe's recovery needs*, 27 maggio 2020; doc 520020SC0098, p. 31 (mia traduzione, corsivo aggiunto).

stimolo fiscale in Italia, che ha stanziato ad oggi misure per l'11% del PIL, e in Spagna (7,4%).

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 forte divergenza territoriale già in atto nell'eurozona. Tali dati segnalano inoltre che, come e più di quanto già accaduto dopo il 2008, gli Stati Uniti continueranno a crescere significativamente di più dell'eurozona, segnata da istituzioni e politiche intrinsecamente tendenti a determinare stagnazione economica e molto difficili da modificare.

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 praticamente illimitato di titoli pubblici da parte delle Banche Centrali, insieme a una sostanziale e per lo più esplicita garanzia di impegno a mantenere bassi e stabili tassi di interesse sui titoli del debito pubblico anche in futuro.

## 2. Il contesto europeo e la situazione italiana

Per quanto riguarda la politica fiscale, in Europa sono state *temporaneamente* sospese le regole fiscali dei trattati; per il resto, a parte il fondo SURE per la disoccupazione (di ammontare piuttosto limitato) finora ogni paese ha fatto da sé, ma è stato varato il piano del *Next Generation EU*, che contiene alcuni elementi innovativi e sta suscitando molte speranze, in particolare in Italia.

Per la politica monetaria, la BCE ha varato programmi di acquisto di titoli pubblici con *temporanea* flessibilità riguardo ai criteri di proporzionalità tra paesi (*capital key*), che sono riusciti a tenere bassi i livelli del tasso di interesse e a contenere le differenze (*spreads*) tra i vari paesi.

Si noti però l'*incertezza* che caratterizza la situazione europea dovuta alla sospensione ma non revisione delle regole monetarie e fiscali.

In questo contesto incerto, l'Italia deve fare i conti col suo rapporto elevato debito-PIL che viene da lontano, e che trent'anni di avanzi primari non sono riusciti ad abbattere. L'Italia entra negli anni 1990 con un debito pubblico già elevato (circa 120% del PIL) legato non a una spesa pubblica elevata nel confronto con altri paesi europei, né in rapporto alla popolazione né in rapporto al PIL, ma a insufficienza delle

entrate fiscali e a tassi di interesse elevati dovuti a scelte di politica monetaria, del tasso di interesse e del tasso di cambio, che durante gli anni 1980 avevano 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 significativamente 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 di una caduta del PIL del 9% nel 2020 con una previsione di recupero nel periodo successivo alla ripresa dell'attività di circa la metà di quanto perso. 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, il surplus nella bilancia commerciale, 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 come riconosciuto anche dall'*European fiscal board* e che debbano essere cambiate.

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 ( $r$ ) più basso del tasso di crescita nominale del PIL ( $g$ ):

$$r < g$$

Molto banalmente, se il saldo primario del bilancio pubblico (al netto degli interessi) è in pareggio,  $r$  rappresenta il tasso di crescita del debito, mentre  $g$  è il tasso di crescita del denominatore del rapporto.

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 trasformazione in titoli perpetui del debito detenuto dalle banche centrali è stata 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 nell'Eurozona. In assenza di quanto sopra, è necessaria almeno la garanzia del riacquisto da parte della BCE dei titoli del debito pubblico giunti a scadenza e già in possesso della BCE, bassi tassi di interesse 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<sup>3</sup>. Tuttavia, anche su questo le prospettive nell'eurozona sono incerte.

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 l'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 e al riparo dagli umori e speculazioni dei mercati finanziari. 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 sui titoli a una frazione della crescita del PIL nominale).

L'altra variabile cruciale è il tasso di crescita dell'economia: le 'riforme' possono essere utili (efficienza PA, se ben disegnata) o dannose (come quelle di deregolamentazione del mercato del lavoro) ma anche quando sono utili *non hanno effetti sensibili* sulla crescita. Per questa

---

<sup>3</sup> 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*, in *Politico.eu*, 21 aprile 2020.

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 citato sopra). 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:

1) 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.

2) 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.*

### **3. Il Recovery Fund nello scenario italiano: come funziona e quanto sarà efficace**

Il *Recovery Fund*, o più precisamente *Next Generation EU*, è stato accolto in Italia con molto entusiasmo, come una svolta che, se ben utilizzata, potrà riportare l'Italia su un sentiero di crescita virtuoso. Ma è davvero così? Purtroppo il ripristino delle vecchie regole di finanza pubblica, quelle, per intenderci, che comportano un saldo di bilancio primario (cioè al netto dei pagamenti degli interessi sul debito pubblico già esistente) in avanzo, rischia di vanificare l'impatto macroeconomico espansivo del piano. Qui di seguito, dopo aver brevemente trat-



teggiato lo scenario economico prevedibile nel 2021-22, spiego come funziona il Recovery Fund e successivamente perché le regole fiscali europee e un ritorno troppo rapido a politiche di contenimento della spesa pubblica e bilancio in pareggio rischiano di inficiarne la capacità di stimolare la crescita. Non entrerò nel merito del contenuto specifico del progetto italiano, spesso ancora vago e in alcuni casi discutibile (ad esempio per quanto riguarda la ricerca), ma mi limiterò a considerare il quadro macroeconomico.

### 3.1. *Lo scenario economico italiano del pre e post pandemia*

Come già notato, nel 2019, l'Italia aveva ancora un PIL (e quindi anche un reddito medio pro-capite) significativamente inferiore a quello del 2007 e così anche il livello di occupazione, misurato in ore lavorate, era di circa il 4,5% inferiore a quello precedente alla crisi finanziaria globale, con la conseguenza, tra l'altro, di un forte aumento della incidenza della povertà sia assoluta che relativa. Il mancato recupero dei livelli pre-crisi è, come documentato da molti studi, in generale la conseguenza di gravi recessioni, quando non si abbia una risposta forte di stimolo da parte della spesa pubblica. Non solo in Italia tale stimolo è mancato, ma come si è già detto, sugli effetti della recessione si sono innestati gli ulteriori pesanti effetti negativi delle politiche di austerità varati negli anni successivi, facendo ulteriormente diminuire il PIL e *aumentare*, in conseguenza, anche il rapporto debito-PIL proprio negli anni di massima austerità, con i maggiori tagli alla spesa e aumento delle tasse (aumento dell'IVA), tra il 2011 e il 2014. Insomma, i sacrifici non sono stati utili a realizzare lo scopo dichiarato di ridurre il debito in rapporto al PIL, anzi, attuati quando l'economia non si era ancora ripresa da una recessione, hanno avuto l'effetto *opposto*<sup>4</sup>.

Tali effetti negativi delle politiche di austerità sul PIL e di conseguenza sul rapporto debito-PIL sono stati ampiamente documentati dalla letteratura internazionale sia per l'Italia sia per altri Paesi euro-

---

<sup>4</sup> Cfr. W. PATERNESI MELONI, A. STIRATI, *La macroeconomia e il voto italiano*, in A. STIRATI, *Lavoro e salari. Un punto di vista alternativo sulla crisi*, L'Asino d'Oro, 2020. Cfr. anche S. STORM, *Lost in deflation: Why Italy's woes are a warning to the whole Eurozone*, Institute for New Economic Thinking, in *Ineteconomics.org*, Working Paper n. 94, aprile 2019; A. FATÁS, L. H. SUMMERS, *The permanent effects of fiscal consolidations*, in *Journal of International Economics*, vol. 112, maggio 2018, pp. 238-250, *Sciencedirect.com*.

pei. L'Italia è arrivata dunque all'incontro con la Covid-19 con una situazione economica già deteriorata. Nel 2020 la pandemia e le misure di contenimento oltre a determinare una caduta del PIL hanno causato una riduzione significativa dell'occupazione che tra gennaio 2020 e gennaio 2021, nonostante il blocco dei licenziamenti, è diminuita di un milione di unità tra lavoratori indipendenti (tra i quali si contano anche i collaboratori a progetto con partita iva) e con contratto a termine.

Quando, come tutti speriamo, avremo ripreso le attività economiche e sconfitto il virus ci sarà naturalmente un rimbalzo dell'economia, ma sulla base delle esperienze precedenti, degli studi sull'impatto delle recessioni e delle previsioni di molte istituzioni, la reazione spontanea dell'economia non sarà sufficiente a tornare ai livelli pre-pandemia: è ipotizzabile un recupero di circa la metà del terreno perduto quando saranno superate le misure di contenimento del contagio. Avremo dunque una perdita persistente nei livelli di attività e di occupazione, *a meno che le politiche economiche non siano in grado di stimolare fortemente la domanda e l'occupazione*. Il PNRR finanziato dal *Next Generation EU*, nelle intenzioni, dovrebbe consentire tale azione di stimolo ai fini del ritorno alla situazione pre-crisi (che per l'Italia era già non troppo felice) ma anche porre le basi per una crescita futura più sostenuta. In realtà purtroppo questo potrebbe non accadere. Di seguito vediamo come funziona esattamente il programma europeo, e successivamente perché vi è un rischio elevato che il suo impatto sulla crescita sia in realtà modesto, se non vi saranno altri cambiamenti nel quadro europeo.

### 3.2. Come funziona

Il Recovery Fund è un "pacchetto" di 750 miliardi da spendere entro il 2026 destinato a tutti i 27 Paesi dell'Unione Europea, erogabili come prestiti ai Paesi o come "sovvenzioni", queste ultime (per un ammontare totale di 312 miliardi), contenenti *una parte* di contributi a "fondo perduto".

Per finanziare il piano la Commissione ricorrerà ai mercati finanziari emettendo titoli a basso tasso di interesse e maturità variabile tra il 2028 e il 2058.

I tassi di interesse su questi titoli, che possiamo immaginare di importo annuo compreso tra 3,5 e 7,5 miliardi (forbice rendimento tra 0,5 e 1%), sarebbero pagati dalla Commissione con "risorse proprie"

(tassazione “green”, multinazionali, imposta sul valore aggiunto). 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.

Quando i titoli europei emessi arriveranno a scadenza dovranno essere rimborsati a chi li ha acquistati. Ciò avverrà nei seguenti modi.

Le cosiddette “risorse proprie” della Commissione derivanti da tassazione europea: la previsione delle entrate fiscali nella relazione di accompagnamento al piano pubblicata nel luglio scorso, prevede tasse “green” e su multinazionali, più una quota delle imposte indirette è tra i 25 e i 35 miliardi all’anno. Tenendo conto di queste stime, nell’ipotesi prudente si avrebbero 25 miliardi di entrate annue, di cui 7 circa per pagamento interessi, e quindi rimarrebbero circa 18 miliardi annui finanziati con risorse fiscali della Commissione disponibili per il rimborso dei titoli quando verranno a scadenza. Tuttavia, dato l’elevato grado di conflittualità all’interno della Unione Europea su tali temi e la difficoltà a raggiungere un accordo, è possibile ritenere che tali cifre non siano del tutto affidabili e vadano riviste al ribasso. In ogni caso, si tratta di imposte aggiuntive che in buona parte graveranno sulle imprese e sui cittadini (per la parte coperta dall’IVA) dei vari Paesi europei.

La parte non coperta dalle “risorse proprie” della Commissione viene dal contributo che i singoli Paesi dovranno dare, pari al 100% per i prestiti ricevuti e in proporzione variabile tra i vari Paesi per le sovvenzioni. Come faranno i singoli Paesi ad avere le risorse per rimborsare i prestiti e parte delle sovvenzioni, seppure con scadenza a lungo termine e diluita nel tempo? Con tasse e tagli di spesa oppure, più probabilmente, con emissione di titoli di debito pubblico nazionale. Ciò tuttavia non appare in sé troppo preoccupante, data la gradualità della restituzione, come abbiamo visto, spalmata su circa un trentennio. Il rimborso a lungo termine dei prestiti è appunto uno degli elementi di maggiore pregio del piano europeo.

Per l’Italia tali rimborsi, da effettuare a medio lungo termine tra il 2028 e il 2058, ammonteranno come si è detto al 100% dei prestiti per un importo totale *massimo* di 139 miliardi. Per quanto riguarda le “sovvenzioni” esse vengono distribuite (ne viene cioè determinata la disponibilità massima) in base a un insieme di indicatori di sofferenza economica (in particolare, reddito pro-capite, disoccupazione) e vengono rimborsate in base alla quota del Paese sul PIL complessivo della Ue a 27. Per l’Italia si prospetta un massimo di erogazione totale di

sovvenzioni pari a circa 70 miliardi dei quali poco più di 30, in base a dati pubblicati dalla BCE<sup>5</sup>, rappresentano un trasferimento netto, cioè la cifra al netto del contributo che l'Italia dovrà fornire a tali fondi. Il trasferimento netto è dunque pari a poco meno del 2% del PIL italiano del 2019.

Dunque, il contributo netto verso l'Italia (senza considerare le eventuali "risorse proprie" della Commissione, per le quali però è ragionevole pensare a un contributo fiscale proveniente dall'Italia proporzionale alla nostra quota sul PIL europeo) sarebbe intorno ai 5 miliardi all'anno se distribuiti su sei anni. Non molto, soprattutto se si considera che l'Italia è stata, e continuerà a essere, un contribuente netto al "normale" bilancio pluriennale europeo (cioè al netto del *Next Generation EU*), per un importo di 5 miliardi circa all'anno. Questo è importante per chiarire che i benefici che possono derivare all'Italia *non* sono prevalentemente legati a un elemento di "trasferimento fiscale" implicito nel *Next Generation EU* – in altri termini, non ci stanno regalando (quasi) nulla – e può essere rilevante rimarcarlo in sede di negoziazione quando si discuterà delle "condizionalità" associate all'erogazione delle tranche successive di fondi. Il vantaggio del meccanismo risiede piuttosto nella possibilità di spendere subito, pagare poco per gli interessi, e restituire in modo molto graduale a medio e lungo termine, grazie alla emissione di titoli europei. In questo modo, la crescita dell'economia e la gradualità della restituzione rendono relativamente meno onerosa la restituzione. Tuttavia, tali aspetti positivi del piano, che hanno assorbito molte energie nella loro negoziazione, rischiano di essere *totalmente vanificati* dal ritorno alle regole fiscali europee al momento solo temporaneamente sospese. In modo contraddittorio, in sede europea, una mano rischia di disfare quanto l'altra ha realizzato, come cerco di spiegare qui di seguito.

### 3.3. Avrà un impatto significativo sulla crescita?

Nel dibattito pubblico a cui assistiamo circa l'impatto del *Recovery Fund* si pone l'accento da un lato sull'imponenza delle cifre coinvolte, dall'altro sull'importanza dello spendere "bene". Entrambe queste considerazioni però possono essere *in parte* fuorvianti.

---

<sup>5</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *The Fiscal Implications of the EU's recovery package*, in *ECB Bulletin*, n. 6/2020, [Ecb.europa.eu](http://Ecb.europa.eu).

Per quanto riguarda l'ammontare delle cifre coinvolte esse certamente sono notevoli rispetto alle discussioni che si sono avute in passato in Italia sul bilancio pubblico e sui limiti alla spesa. Tuttavia, se confrontate con quanto avviene altrove, gli importi sia a livello dell'Unione Europea sia in Italia risultano essere tutto sommato modesti. Gli Usa ad esempio, come già notato, hanno varato per il 2021 un pacchetto di stimolo all'economia che vale più del doppio della cifra stanziata per i 27 Paesi della Ue ed è in programma per il prossimo futuro una spesa di circa 9 volte quanto stanziato in Europa. I 209 miliardi di spesa massima previsti (cioè se tutti gli importi verranno non solo richiesti, ma anche via via approvati dalla Commissione) per l'Italia sono pari a circa l'11% del PIL del 2019 che, se tutto andrà nel migliore dei modi, spalmati su sei anni, implicano una spesa ogni anno pari all'1,8% del PIL.

Per quanto riguarda lo “spendere bene” l'analisi va articolata con attenzione. Naturalmente è molto importante, per un Paese come l'Italia che ha vissuto negli anni passati un enorme deficit di investimenti pubblici e privati e un forte deterioramento delle infrastrutture pubbliche, utilizzare al meglio e in tempi rapidi la spesa del *Recovery Fund* per adeguare e modernizzare tali infrastrutture, intervenendo sul sistema dei trasporti nazionali e locali, sulla digitalizzazione, sul risparmio e sull'innovazione in campo energetico, sulla ricerca di base, sulle politiche industriali e dell'innovazione, possibilmente seguendo un disegno circa la traiettoria futura dell'economia, la sua specializzazione produttiva, e la sua collocazione nella divisione internazionale del lavoro. Tuttavia, la logica che soggiace al dibattito su questi temi è spesso distorta in senso “offertista”, cioè dalla visione diffusa, ma errata, che migliorare la disponibilità di forze di lavoro (per esempio, una maggiore disponibilità delle donne a lavorare), la qualità della istruzione o della giustizia, la qualità tecnologica delle imprese, *di per sé* generi crescita economica. In realtà tale modernizzazione del Paese è condizione *necessaria, ma non sufficiente*, allo sviluppo se non va di pari passo a un forte stimolo dal lato della domanda – stimolo che non può venire, nelle condizioni attuali dell'economia mondiale, esclusivamente o principalmente dal miglioramento delle esportazioni. Detto in concreto: aumentare la disponibilità di asili pubblici non favorirà una maggiore occupazione femminile se non ci saranno posti di lavoro aggiuntivi, soprattutto nel Mezzogiorno, né una migliore qualità degli istituti tecnici sarà in grado di per sé di far trovare lavoro ai giovani

senza un tessuto di imprese che li vogliono assumere<sup>6</sup>, né l'efficientamento di pubblica amministrazione e giustizia favorirà investimenti privati aggiuntivi (italiani o esteri), se il mercato interno rimane stagnante come è avvenuto da molti anni a questa parte. *Lo stimolo dal lato della domanda è essenziale all'efficacia del Recovery Fund.* Questo per altro come abbiamo visto era stato originariamente riconosciuto dal documento tecnico di accompagnamento all'approvazione del piano da parte della Commissione europea. In esso infatti veniva più volte sottolineato che l'impatto macroeconomico espansivo del Recovery Fund sarebbe stato rilevante *solo se le spese previste fossero state aggiuntive* rispetto a quanto altrimenti fatto dai vari Paesi.

Questa logica tuttavia confligge con il ritorno rapido, che già si prefigura per il 2023, alle *vecchie regole fiscali europee (o eventualmente a regole nuove, ma non molto diverse nella sostanza) che di fatto rendono impossibile concepire le spese del Recovery Fund come "aggiuntive"*. Vediamo meglio perché.

I prestiti erogati dalla Commissione sono *contabilizzati come spesa in disavanzo nel bilancio pubblico annuale* e vanno ad accrescere lo stock di debito. Tuttavia nei documenti di finanza pubblica dell'attuale governo si pone l'obiettivo di realizzare per il 2025 un saldo di bilancio primario, cioè al netto del pagamento degli interessi sullo stock di debito pubblico, in avanzo<sup>7</sup> – quindi con entrate fiscali derivanti dalla tassazione che eccedono la spesa – esattamente come accade in Italia, con grande discapito della crescita economica, dal 1993 in poi. Il saldo primario per il 2023 e il 2024 è programmato ancora in disavanzo, ma moderatamente (-1,5 e -0,8 % del PIL rispettivamente). Questo significa necessariamente che *gli investimenti pubblici effettuati nell'ambito del Recovery Fund dovranno trovare spazio nel bilancio pubblico a scapito di altre spese.* E infatti le previsioni del governo a legislazione

---

<sup>6</sup> Molto si parla di formare diplomati ITS di cui le imprese lamentano carenza. Questo va benissimo, ma l'impatto macroeconomico sull'occupazione di tali iniziative non può che essere estremamente piccolo: secondo le rilevazioni dell'ISTAT nel 2019 i posti vacanti presso le imprese (industria e servizi) erano in totale circa 200 000 a fronte di un numero di disoccupati attivamente in cerca di occupazione prossimo a 3 milioni; e vi sono stime della disoccupazione "vera" comprensiva degli scoraggiati che hanno smesso di cercare una occupazione e dei sotto-occupati che lavorano solo poche ore, di circa sei milioni di persone.

<sup>7</sup> Si veda il *Documento di Economia e Finanza 2021, Sezione I, Programma di Stabilità*, pp. 10-13, al link [Dt.mef.gov.it](http://Dt.mef.gov.it). Il precedente Governo aveva ipotizzato tale ritorno in avanzo primario già nel 2023.

vigente sono che 82 dei miliardi spesi nell'ambito del Piano nazionale di ripresa saranno sostitutivi, cioè andranno a finanziare progetti di investimento già programmati in precedenza<sup>8</sup>. Inoltre si dovrà fare spazio agli investimenti previsti dal piano attraverso una riduzione di altre spese, per lo più spese correnti, cioè quelle per il personale, per l'istruzione, per la sanità e così via, come già si afferma nel *Documento di Economia e Finanza* di quest'anno: «[Il raggiungimento degli obiettivi sui saldi di bilancio] richiederà risparmi di spesa e aumenti delle entrate che saranno dettagliati nella Legge di Bilancio per il 2022 a condizione che in autunno si rafforzi la prospettiva di uscita dalla pandemia. La riduzione del deficit potrà essere conseguita dal lato della spesa con una razionalizzazione della spesa corrente e, da quello delle entrate, in prima istanza con proventi derivanti dal contrasto all'evasione fiscale»<sup>9</sup>. Con riguardo alle entrate fiscali, ci si può augurare che vi sarà una *redistribuzione* in senso progressivo del carico fiscale con una riforma dell'IRPEF, ma non facciamoci troppe illusioni sul tassare i "ricchi", i quali per lo più al momento non risultano pervenuti all'anagrafe tributaria, o al recupero dell'evasione, che in Italia sembra l'araba fenice. Per quanto riguarda la "razionalizzazione" della spesa, si tratta di tagli, e poiché questi dovranno avere una certa consistenza, è improbabile che siano indolori.

Questo quadro programmatico, se attuato, ridurrebbe enormemente l'impatto sulla crescita delle spese previste dal *Recovery Fund*, e anzi nel complesso potrebbe riprodurre il *disastro epocale* generato in Europa dal ritorno eccessivamente rapido a politiche "di rigore" dopo la crisi del 2008; politiche che come già sottolineato, dove attuate, hanno determinato in modo solo apparentemente paradossale un aumento del rapporto debito-PIL. Inoltre esso confermerebbe una continuità col deterioramento dei servizi sociali, sanitari e in istruzione del Paese, che già vedono una spesa pro-capite tra le più basse d'Europa, ed è in contrasto con quell'ampliamento e riqualificazione dell'occupazione nel settore pubblico che oggi viene da più parti riconosciuta come assolutamente indispensabile per riportarci a standard europei, e senza la quale non è ipotizzabile una maggiore efficienza della pubblica amministrazione.

---

<sup>8</sup> *Documento di Economia e Finanza, Sezione II, Analisi e Tendenze della Finanza Pubblica*, p. 10, al link [Rgs.mef.gov.it](http://Rgs.mef.gov.it).

<sup>9</sup> *Documento di economia e finanza, Sezione I, Programma di Stabilità*, p. 10, al link [Dt.mef.gov.it](http://Dt.mef.gov.it).

In sostanza, *il rapido riaffermarsi dei vincoli di bilancio dopo la più profonda recessione conosciuta vanificherebbe il potenziale portato innovatore ed espansivo del Recovery Fund*, costituito dalla emissione di titoli a lunga maturità e bassi tassi di interesse per finanziare lo stimolo economico derivante da una *espansione* della spesa pubblica tramite investimenti *aggiuntivi* favorevoli alla crescita.

Alla luce di quanto appena visto, sarebbe estremamente importante un forte impegno del nostro governo, in alleanza con altri Paesi europei, per una revisione delle regole fiscali, per esempio finalizzata a una drastica revisione della nozione di PIL potenziale – cioè il livello di attività economica considerato “di equilibrio” e in corrispondenza del quale il bilancio pubblico di un Paese deve essere in pareggio – che nella definizione attuale, come è ampiamente riconosciuto, dà luogo a paradossi inaccettabili, e per Paesi come l'Italia o la Spagna è associato a tassi di disoccupazione incivilmente alti. Il PIL considerato “di equilibrio” dovrebbe essere per tutti i Paesi definito come quello associato a un tasso di disoccupazione basso, intorno al 4-5%, mentre con disoccupazione più elevata si dovrebbero consentire politiche espansive in disavanzo<sup>10</sup>. Inoltre, si potrebbe prevedere uno scorporo, dalla contabilità dei saldi di bilancio pubblico sottoposti a vincoli, delle spese per investimento, in particolare quelle previste nell'ambito del *Recovery Plan*. Tuttavia, la sensatezza di tali revisioni non deve trarre in inganno: cambiare direzione in Europa è estremamente difficile e richiederebbe un massimo di impegno negoziale, mentre in realtà una parte della classe dirigente italiana non è stata finora particolarmente interessata a impegnarsi in tal senso, e sembra condividere l'impostazione ‘rigorista’ sui conti pubblici, nonostante essa si sia rivelata estremamente controproducente per il nostro paese che, contrariamente a quanto spesso si ritiene, è stato in Europa il più ‘rigorista’ di tutti<sup>11</sup>.

Ai problemi connessi con le regole di bilancio si aggiungono le in-

---

<sup>10</sup> Cfr. C. FONTANARI, A. PALUMBO, C. SALVATORI, *Why We Need New Measures of Potential Output – and What They Tell Us*, in *Institute for New Economic Thinking*, *Ineteconomicos.org*, maggio 2019.

<sup>11</sup> Tra il 1991 e il 2018, la spesa pubblica in termini reali in Francia è cresciuta del 60%; in Germania del 35%; in Italia del 10%; inoltre, come già menzionato, l'Italia è stato l'unico paese europeo ad avere per 30 anni consecutivi avanzi nel saldo di bilancio primario: cfr. W. PATERNESI MELONI, A. STIRATI, *La macroeconomia e il voto italiano*, in A. STIRATI, *Lavoro e Salari. Un punto di vista alternativo sulla crisi*, l'Asino D'Oro, 2020.



sidie della *condizionalità*, cioè della valutazione sulle azioni intraprese dal Paese che semestralmente dovrà servire come base per la decisione, da parte delle istituzioni europee, se erogare le tranche successive dei fondi previsti. Questa valutazione infatti *non riguarderà solo la destinazione e attuazione* delle spese in coerenza con gli obiettivi, ma anche *la rispondenza dei conti pubblici alle regole fiscali europee e il contenuto delle cosiddette “riforme”*, i cui contorni sono per ora lasciati piuttosto nel vago nel dibattito politico. Purtroppo, la storia passata delle “riforme” raccomandate dalle istituzioni europee non testimonia a favore della loro bontà e lungimiranza: per citarne solo alcune, la deregolamentazione del mercato del lavoro, le privatizzazioni, la riduzione della spesa pubblica nella sanità, si sono rivelate non solo impopolari, ma anche estremamente controproducenti sia sul piano economico che sociale.

\* \* \*

## ABSTRACT

ITA

Il *Recovery Fund*, o più precisamente *Next Generation EU*, è stato accolto in Italia con molto entusiasmo, come l'opportunità di una svolta che, se ben utilizzata, potrà riportare l'Italia su un sentiero di crescita virtuoso. Ma è davvero così? Purtroppo il ripristino delle vecchie regole di finanza pubblica, quelle, per intenderci, che comportano un saldo di bilancio primario (cioè al netto dei pagamenti degli interessi sul debito pubblico già esistente) in avanzo, rischia di vanificare l'impatto macroeconomico espansivo del piano, che a differenza di quanto necessario e generalmente ritenuto, non potrà rappresentare una spesa *aggiuntiva* volta a rilanciare l'economia del paese. Nell'articolo fornisco alcuni elementi di analisi macroeconomica per la comprensione del problema, spiego come funziona il *Recovery Fund* e successivamente perché le regole fiscali europee e un ritorno troppo rapido a politiche di contenimento della spesa pubblica e bilancio in pareggio rischiano di inficiarne la capacità di stimolare la crescita. Non entrerò nel merito del contenuto specifico del PNRR italiano, ma mi limiterò a considerare il quadro macroeconomico.

EN

The Recovery Fund or, more precisely, the Next Generation EU, has been welcomed in Italy with great enthusiasm, as a major opportunity, which if well administered will be able to return Italy to a virtuous path of growth and prosperity. But is it really so? Unfortunately, the return to the old fiscal rules – the rules, that is, which impose a surplus in the primary budget balance – would undermine the expansionary macroeconomic effect of the plan, which must rely, in order to have such an effect, on the additional nature of the expenditures. While public opinion believes the plan involves such additional spending aimed at relaunching the economy, this will not be the case unless major (and unlikely) changes take place in the European fiscal rules. In this contribution I provide some elements of macroeconomic analysis that can be useful to grasp the problems involved, I subsequently illustrate the funding of the plan and explain how the return to the old fiscal rules, now only temporarily suspended, would frustrate the ability of Next generation EU to stimulate growth. I will not enter in the specific contents and provisions of the Italian Recovery plan, but only consider the macroeconomic framework.



# *Costituzionalismo.it*

*Email: [info@costituzionalismo.it](mailto:info@costituzionalismo.it)*

*Registrazione presso il Tribunale di Roma*

*ISSN: 2036-6744 | [Costituzionalismo.it](http://Costituzionalismo.it) (Roma)*