

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa
Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 3-2024

*Scenari economici alla luce
delle elezioni in Europa e Usa*





Scenari economici alla luce delle elezioni in Europa e Usa

dicembre 2024

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Paolo Balduzzi, Massimo Bordignon, Rony Hamaui e Marco Lossani



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Andrea Boitani,
Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio
Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano

Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it



INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
1. LE CONSEGUENZE ECONOMICHE DELLE ELEZIONI EUROPEE – Paolo Balduzzi	pag.3
1. Elezioni europee: 2024 e 2019 a confronto	4
2. Il tortuoso percorso di nascita della nuova Commissione europea	6
3. L'economia europea: passato, presente e futuro	9
4. Il programma della Commissione europea e le sue conseguenze economiche	12
5. Conclusioni	16
2. LA FINANZA PUBBLICA ITALIANA DOPO LA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA – Massimo Bordignon	18
1. La riforma del PSC	19
2. La situazione della finanza pubblica italiana	23
3. Il piano italiano di medio termine	25
4. Il DPB e la manovra di bilancio per il 2025	29
5. Conclusioni	31
3. LA TRUMPONOMICS IN UN MONDO FRAMMENTATO – Rony Hamoui, Marco Lossani	33
1. La crescente frammentazione e la stima dei suoi effetti	33
2. Il passato non è sempre un buon indicatore del futuro	37
3. Il serpente nel paradiso	39
4. L'acuirsi delle guerre commerciali	39
5. Politica migratoria	43
6. Le politiche ambientali	47
7. Trumponomics e il mondo che verrà	49
4. POLITICA MONETARIA: USCITA DALLA FASE RESTRITTIVA E NORMALIZZAZIONE DELL'ASSETTO OPERATIVO – Angelo Baglioni	53
1. La svolta della Fed e le prospettive per la politica monetaria statunitense	54
2. La visione della Fed su inflazione e disinflazione	56
3. Area euro: fino a dove arriverà la discesa dei tassi d'interesse?	58
4. La Bce ancora in cerca di un assetto operativo	60
5. Eccesso di liquidità e trasferimenti tra paesi dell'area-euro	63



INTRODUZIONE

Angelo Baglioni ♦

Nel corso di quest'anno, si sono tenute due importanti elezioni politiche: quelle per il Parlamento europeo e quelle per il Presidente degli USA. In Europa la nuova Commissione, ancora guidata da Ursula von der Leyen ma appoggiata da una maggioranza più fragile rispetto alla precedente, ha ricevuto l'approvazione del neo-eletto Parlamento e si è insediata verso la fine di novembre. Negli USA la nuova amministrazione Trump, che promette di introdurre politiche ancora più aggressive di quelle già attuate dal governo guidato dal magnate americano nel quadriennio 2017-2020, entrerà in carica nel gennaio prossimo. Questi avvenimenti politici avranno significative ripercussioni sulle condizioni economiche prevalenti nei prossimi anni sulle due sponde dell'Atlantico. Per questo motivo, nel delineare in questo numero di *Osservatorio Monetario* gli scenari economici per il 2025, abbiamo deciso di prestare particolare attenzione alle implicazioni dei nuovi assetti politici venutisi a creare nella UE e negli USA.

Apriremo con un capitolo dedicato all'esito delle elezioni europee e al programma economico della neo-Commissione von der Leyen. Le elezioni del 2024 hanno determinato un Parlamento europeo dove le forze conservatrici o di destra sono cresciute rispetto alle elezioni precedenti (2019). Ciononostante, in luglio la Commissione nasceva con una maggioranza in continuità rispetto al passato (Popolari, Socialdemocratici, Liberali). A causa di un tentativo di allargamento a destra della stessa coalizione nei mesi successivi, il consenso sulla Commissione appare ora indebolito: nella votazione finale del 27 novembre, i voti a favore ottenuti sono stati di gran lunga inferiori alle previsioni (solo dieci in più della maggioranza assoluta dei membri del

Parlamento europeo). Le maggiori sfide per il prossimo quinquennio riguardano la politica commerciale (in particolare i rapporti con gli USA), la transizione energetica e la difesa. Per quanto riguarda le politiche sul clima, sembra confermata la volontà di procedere in fretta nella transizione all'elettrico, anche se la debolezza della Commissione e la sua crescente dipendenza dai partiti conservatori potrebbe cambiare le carte in tavola. Una Commissione debole sarà anche più incline a soddisfare le richieste dei singoli stati, che spingono per un rallentamento della transizione, soprattutto per salvare l'industria automobilistica. La spesa comunitaria per la difesa aumenterà in futuro e così anche gli sforzi richiesti agli stati membri. Notiamo l'assenza di tre importanti temi nel programma della presidente von der Leyen: invecchiamento della popolazione, Next Generation EU e Patto di Stabilità e Crescita (PSC).

Proprio sul PSC, e sulle sue implicazioni per la finanza pubblica italiana, si concentra il secondo capitolo del rapporto. Il nuovo PSC, entrato in vigore quest'anno, migliora quello precedente sotto tre profili: i) consente una programmazione del bilancio sul medio termine; ii) riconosce un ruolo importante agli investimenti e alle riforme nel sostenere la crescita; iii) aumenta la titolarità dei paesi sulla programmazione del loro bilancio. Il limite del nuovo PSC è che si tratta solo di una riforma delle regole fiscali, mentre manca qualunque riferimento ad una capacità fiscale comune tra i paesi europei. La prima applicazione del nuovo PSC è stata nel complesso deludente. Il Piano di Medio Termine, che nel disegno originale avrebbe dovuto svolgere un ruolo centrale nel nuovo sistema di regole fiscali e nel dibattito di policy, si è rilevato poco più che un esercizio contabile, presto dimenticato nella discussione pubblica. Il complesso di riforme e investimenti, che doveva giustificare la richiesta di allungamento del percorso di consolidamento di bilancio, rappresenta nel Piano italiano poco più

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

che una dichiarazione di intenti, senza connessioni con la probabile evoluzione della finanza pubblica del nostro paese. La finanza pubblica italiana resta molto fragile, nonostante gli inattesi progressi certificati da ISTAT negli ultimi quattro anni. Bene ha dunque fatto il governo ad accelerare l'aggiustamento, dandosi come obiettivo l'uscita dalla procedura per deficit eccessivo già nel 2026 invece che nel 2029-30, come suggerito dalla Commissione UE. Tuttavia, le coperture della manovra appaiono dubbie e nel complesso difficili da considerare permanenti, nonostante debbano sostenere interventi strutturali. Più in generale, la manovra appare di corto respiro, tesa solo a garantire quanto già approvato nel 2024, piuttosto che a guardare al futuro.

L'esito delle elezioni presidenziali americane (a cui è dedicato il terzo capitolo) pone una serie di interrogativi e preoccupazioni sul futuro della politica economica negli USA e sulle relazioni tra quel paese e il resto del mondo. Peraltro, tale esito si inserisce in un contesto di relazioni geo-politiche ed economiche già frammentate e conflittuali a livello mondiale. Sinora l'economia, il commercio e la finanza internazionale hanno mostrato una inaspettata resilienza alle tensioni geo-politiche. Tuttavia, vi è il rischio che se la frammentazione dovesse durare troppo a lungo o addirittura inasprirsi, i suoi effetti negativi potrebbero aggravarsi. Ecco perché l'avvento della seconda amministrazione Trump, con il suo programma basato su tariffe al commercio, lotta all'immigrazione, totale insensibilità alle politiche ambientali, isolazionismo e negazione del multilateralismo, potrebbe avere conseguenze pesanti non solo sull'economia statunitense, ma anche sui partner commerciali degli USA, a cominciare dall'Europa e dall'Italia in particolare. C'è da sperare che il pacchetto di misure annunciate da Trump in campagna elettorale non venga attuato integralmente, e che la *Trumponomics* sia piuttosto un modo per acquisire, attraverso minacce più o meno credibili,

spazi di contrattazione nei confronti delle controparti, sia domestiche sia estere.

Infine, dedicheremo un capitolo del rapporto alla politica monetaria. Il 2024 è stato l'anno della svolta per diverse banche centrali, che hanno abbandonato la politica restrittiva introdotta due anni fa per fare fronte alle pressioni inflazionistiche, ormai largamente rientrate. Negli USA, il processo di disinflazione è finora avvenuto senza significativi contraccolpi sull'attività economica e sul mercato del lavoro (*soft landing*). In prospettiva, un freno al percorso di riduzione dei tassi di *policy* potrebbe venire dalla politica fiscale espansiva, dalla ripresa del protezionismo e dalla politica anti-immigrazione annunciati da Trump: tutte politiche che, se venissero attuate, rappresenterebbero altrettanti fattori inflazionistici. Nell'area euro, il quadro congiunturale è più fragile rispetto agli USA, per la debolezza dei consumi e degli investimenti. In presenza di un tasso di inflazione che converge verso l'obiettivo del 2%, ci si attende che la Bce prosegua nel suo percorso di riduzione dei tassi di *policy*. Intanto prosegue la normalizzazione dell'assetto operativo delle banche centrali, con il graduale riassorbimento dell'eccesso di liquidità accumulato negli anni del *quantitative easing*. Al contrario della Fed e della Bank of England, la Bce non ha ancora definito completamente il suo nuovo assetto operativo: anche dopo la revisione del marzo scorso, rimangono alcuni aspetti da chiarire. Le regole interne all'Eurosistema prevedono la condivisione, tra le banche centrali nazionali, dell'onere di interessi pagati alle banche della zona euro sui saldi depositati sulla *deposit facility*. In presenza di una ampia liquidità e di tassi di interesse tuttora elevati, questo meccanismo implica rilevanti sussidi incrociati tra i paesi membri. La Germania è il maggiore beneficiario di questa redistribuzione, mentre l'Italia è il maggiore contributore netto.



1 - LE CONSEGUENZE ECONOMICHE DELLE ELEZIONI EUROPEE

Paolo Balduzzi ♦

- *Le elezioni europee del 2024 hanno determinato un Parlamento dove le forze conservatrici o di destra sono cresciute rispetto al 2019.*
- *La Commissione europea nasce con una maggioranza in perfetta continuità rispetto al passato (Popolari, socialdemocratici, liberali) ma, a causa di un tentativo di allargamento a destra della stessa coalizione, il consenso sulla Commissione appare indebolito nel giro di pochi mesi.*
- *I dati economici che hanno caratterizzato l'ultima legislatura e le previsioni rispetto ai prossimi anni raccontano di una Unione europea ormai libera dall'inflazione ma ancora fortemente stressata dalla presenza di deficit e debiti pubblici elevati. Soprattutto, le condizioni delle finanze pubbliche degli stati membri sono estremamente eterogenee. Ciò potrebbe avere ricadute negative sia sulla crescita economica nel futuro sia sull'implementabilità delle nuove regole fiscali del Patto di stabilità e crescita.*
- *I punti che sembrano più rilevanti nel programma politico della nuova Commissione riguardano la politica commerciale, la transizione energetica e la difesa.*
- *Nel primo caso, una guerra commerciale con gli Stati Uniti appare certamente possibile ma infine dei conti poco probabile, a causa della forte integrazione economica delle due realtà.*
- *Per quanto riguarda le politiche sul clima, sembra confermata la volontà di procedere in fretta nella transizione all'elettrico, anche se la debolezza della Commissione e la sua crescente dipendenza dai partiti conservatori potrebbe cambiare le carte in tavola. Una Commissione debole sarà anche più incline a soddisfare le richieste dei singoli stati, che spingono per un rallentamento della transizione, soprattutto per salvare l'industria automobilistica.*
- *La spesa comunitaria per la difesa aumenterà in futuro e così anche gli sforzi richiesti agli stati membri, con la prospettiva però di partecipare alla fase di ricostruzione in Ucraina al termine del conflitto.*
- *Ci sono tre grandi temi assenti nel programma di von der Leyen: invecchiamento della popolazione, Next Generation Europe e Patto di stabilità.*

Introduzione

Il 27 novembre 2024 ha ufficialmente preso il via la nuova Commissione europea guidata, ancora una volta, da Ursula von der Leyen, già presidente uscente. Il percorso di nomina è risultato più tortuoso del previsto e, fino agli ultimi giorni, ha riservato tensioni e colpi di scena che ne hanno addirittura messo in dubbio la stessa nascita. La nuova Commissione von der Leyen avrà ora cinque anni di tempo per realizzare il proprio ambizioso

programma, frutto di revisioni e continuità rispetto al passato, in un mondo caratterizzato da numerose incertezze: da un lato, la prospettiva di quattro anni di convivenza con la seconda amministrazione Trump; dall'altro, le ancora irrisolte crisi internazionali che, verso est, hanno portato alla deflagrazione di due conflitti che lambiscono i confini della stessa Unione europea. Questo contributo illustra innanzitutto i momenti salienti che hanno portato alla nascita della

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

seconda Commissione von der Leyen: nella sezione 1 vengono riportati e commentati i risultati delle elezioni europee dello scorso giugno mentre nella sezione 2, dopo aver ricordato quale sia l'iter che porta alla nomina della Commissione europea, se ne illustra la composizione. In secondo luogo, nella sezione 3 si presenta lo scenario economico in cui la nuova Commissione si trova e troverà a operare. Infine, nella sezione quattro si presenta il programma della Commissione e se ne ipotizzano i principali effetti economici.

1. Elezioni europee: 2024 e 2019 a confronto

La nuova Commissione europea nasce sulla base dei risultati delle ultime elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo, che si sono svolte, nei diversi paesi dell'Unione, tra il 6 e il 9 giugno 2024. La TAB. 1 riporta i risultati di tali elezioni, così come quelli relativi alla precedente tornata elettorale, avvenuta nel 2019.

TAB. 1 - Elezioni del Parlamento europeo: 2024 e 2019

Gruppo parlamentare	Seggi 2024	% seggi 2024	Seggi 2019	% seggi 2019	Differenza % seggi
Partito popolare europeo (PPE)	188	26,1	182	24,2	+1,9
Partito socialista europeo (S&D)	136	18,9	154	20,6	- 1,7
Patrioti per l'Europa (Pfe)	84	11,7	Na	Na	Na
Conservatori e riformisti (ECR)	78	10,8	62	8,3	+2,5
Renew Europe (RE)	77	10,7	108	14,4	-3,7
Identità e democrazia (ID)	Na	Na	73	9,7	Na
Verdi/Alleanza libera europea (VERTS/ALE)	53	7,4	74	9,9	-2,5
Sinistra (GUE/NGL)	46	6,4	41	5,5	0,9
Europa delle nazioni sovrane (ESN)	25	3,5	Na	Na	Na
Non iscritti (NI)	33	4,5	57	7,4	-2,9
Totale	720	100	751	100	--

Fonte: <https://results.elections.europa.eu/it/risultati-elezioni/2024-2029/>

* : i partiti politici aderenti a ID nel 2019 si sono suddivisi, nel 2024, tra Pfe e ESN

Na = Non applicabile

Prima di commentare i risultati, vale la pena di notare che la dimensione del Parlamento europeo è cambiata rispetto a cinque anni fa. Innanzitutto, ciò è dovuto all'uscita ufficiale del Regno Unito dall'Unione europea nel gennaio del 2020, che ha portato il numero di seggi da un totale di 751 a 705. Inoltre, prima di ogni elezione, sulla base di alcuni principi contenuti nei Trattati costitutivi (il numero massimo dei parlamentari non può essere superiore a 750 più il/la Presidente; un Paese non può avere a disposizione meno di 6 e più di 96

seggi) nonché a seguito dell'aggiornamenti dei dati sulla popolazione, la dimensione del Parlamento viene rivista. Nel 2023, si è quindi proceduto a fissare in 720 il numero di seggi per il quinquennio 2024-2029. Per queste ragioni, i risultati differenziali vengono commentati sulla base delle percentuali dei seggi ottenuti invece che su quella del loro valore assoluto. Alle elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo del 2024, le decime della storia di questa istituzione, hanno quindi partecipato 27 nazioni, ognuna delle quali



ha avuto a disposizione un numero di seggi in relazione alla propria popolazione. Il paese maggiormente rappresentato è la Germania, con 96 seggi, mentre quelli meno rappresentati sono Cipro, Lussemburgo e Malta (ognuno con 6 seggi). L'Italia, in questa tornata elettorale, ha avuto assegnati 76 seggi. Per gli amanti dei dettagli e delle curiosità, un gruppo parlamentare si può formare con l'adesione minima di 23 membri (su 720 totali) appartenenti ad almeno sette paesi diversi dell'Unione.

Alle elezioni del 2024, così come in quelle del 2019, gran parte dei voti si è concentrata sui partiti che appartengono alle due principali tradizioni politiche europee, vale a dire quella conservatrice del PPE e quella socialista di S&D. Da soli, questi due partiti avevano conquistato il 44,8% dei seggi nel 2019 e hanno ottenuto il 45% dei seggi nel 2024. Il PPE, 188 seggi nel 2024, ha aumentato la propria percentuale di seggi di 1,9 punti; al contrario, S&D (136 seggi) li ha diminuiti di 1,7 punti. Al terzo posto si è classificata la nuova aggregazione PflE. Costituita in origine dai deputati del partito ungherese Fidesz, cioè quello del Presidente Viktor Orban, il nuovo gruppo parlamentare ha attratto partiti di destra, estrema destra ed euroscettici, come, per esempio, il partito spagnolo Vox da ECR, o Lega e Rassemblement National (Marine Le Pen e Jordan Bardella) da ID. Sempre rimanendo in ambito di partiti conservatori, al quarto posto è arrivato ECR, gruppo cui fa riferimento, in Italia, il partito di Giorgia Meloni, che ne è anche Presidente. A seguire, RE, aggregazione di centro e di orientamento liberale che ha come riferimento, tra gli altri, il Presidente della Repubblica francese Emmanuel Macron, e VERTS/ALE, unione di due gruppi progressisti, sensibili ai temi dell'ambiente e dell'autodeterminazione dei popoli. Chiudono GUE/NGL e ESN, due gruppi rispettivamente di sinistra e di destra, il secondo formato su iniziativa

del partito nazionalista ed euroscettico tedesco "Alternative für Deutschland" (AfD) dopo la sua espulsione da ID, avvenuta intorno alla fine della scorsa legislatura.

La Tabella 1 evidenzia come il segno "più", nella colonna che indica i guadagni in punti percentuale della quota di seggi di un gruppo parlamentare nel Parlamento europeo, si sia registrato più spesso per i partiti conservatori, se non esplicitamente di destra, mentre tra i partiti di sinistra prevalgono i "meno". La maggioranza che nella scorsa legislatura aveva sostenuto la Commissione uscente, guidata da Ursula von der Leyen e composta da PPE, S&D e RE, contava sul 59,2% dei seggi dopo le elezioni del 2019. A seguito del rinnovo del Parlamento europeo, quella stessa coalizione può ora contare su 401 seggi, il 55,7% del totale. Anche se questa poteva sembrare una maggioranza piuttosto ampia e solida, il processo decisionale che porta alla nomina della Commissione non è così lineare e le sorprese, come si è del resto visto, sono sempre dietro l'angolo. Per esempio, proprio nel 2019, nonostante una maggioranza ancora più ampia, Ursula von der Leyen superò di soli nove voti (383) la soglia richiesta per la sua elezione (ai tempi, 374 voti). Nemmeno a farlo apposta, il 18 luglio 2024, von der Leyen ha ricevuto sostegno dal Parlamento europeo esattamente con 401 voti a favore (su una maggioranza richiesta di 360 voti), proprio quelli che formano la sua maggioranza storica (PPE, S&D e RE). Tuttavia, vale la pena di notare che, pur nel segreto dell'urna, la presidente ha probabilmente incassato il consenso anche di VERTS/ALE. Hanno invece confermato il proprio voto contrario gli altri partiti. Un caso particolare, che ha poi segnato il dibattito sulla nomina dei commissari, è quello di ECR. Il suo presidente, Giorgia Meloni, ha annunciato voto contrario del gruppo nei confronti di Ursula von der Leyen; allo stesso tempo, tuttavia, ha anche avviato una

trattativa con la stessa von der Leyen per inserire un suo rappresentante, Raffaele Fitto, nella Commissione europea. Non solo: a questo Commissario è stata assegnata anche la vicepresidenza esecutiva. Il che, come è ovvio, ha sollevato doversi malumori nei partiti che avevano sostenuto sin dall'inizio von der Leyen.

2. Il tortuoso percorso di nascita della nuova Commissione europea

Al di là delle considerazioni politiche, come si nomina della Commissione europea dal punto di vista formale? Il procedimento è costituito da due fasi: la nomina del presidente, che è avvenuta nel corso del mese di luglio, e quella dei commissari, che si è invece conclusa il 27 novembre scorso.

L'articolo 17, paragrafo 7, del Trattato sull'Unione europea, recita così: *“Tenuto conto delle elezioni del Parlamento europeo e dopo aver effettuato le consultazioni appropriate, il Consiglio europeo, deliberando a maggioranza qualificata, propone al Parlamento europeo un candidato alla carica di presidente della Commissione. Tale candidato è eletto dal Parlamento europeo a maggioranza dei membri che lo compongono. Se il candidato non ottiene la maggioranza, il Consiglio europeo, deliberando a maggioranza qualificata, propone entro un mese un nuovo candidato, che è eletto dal Parlamento europeo secondo la stessa procedura”*. Sono quindi i Capi di Stato o di

governo, cioè il Consiglio europeo, a proporre al Parlamento europeo un candidato alla presidenza della Commissione. La procedura si ripete da capo ogni mese successivo se il candidato proposto non ottiene la maggioranza richiesta. Dal punto di vista tecnico, oltre che squisitamente politico, è interessante anche esplicitare l'espressione “maggioranza qualificata” contenuta nel Trattato. Essa è raggiunta se sono soddisfatte contemporaneamente due condizioni (cosiddetta “doppia maggioranza”): il 55% degli Stati membri (almeno 15 paesi su 27) vota a favore e, contemporaneamente, gli Stati membri che appoggiano la proposta di nomina rappresentano almeno il 65% della popolazione totale dell'Unione europea. Il criterio della popolazione è invece irrilevante nel caso di mancato raggiungimento della “minoranza di blocco”. Questa deve comprendere almeno quattro membri del Consiglio: se non si raggiunge tale soglia, la maggioranza qualificata si considera raggiunta anche se, per esempio, i paesi a favore non rappresentano almeno il 65% della popolazione totale. Nel caso di Ursula von der Leyen, i voti a favore in Consiglio sono stati 25 su 27. Ha votato contro il capo del governo ungherese, Viktor Orbán, mentre si è astenuto quello del governo italiano, Giorgia Meloni (questa volta in veste di Presidente del Consiglio italiano e non di Presidente del gruppo ECR).

TAB. 2 - Le tappe di nomina della Commissione europea

Evento	Periodo
Elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo	6-9 giugno
Nomina Presidente: proposta del Consiglio europeo	27 giugno
Nomina Presidente: voto del Parlamento europeo	18 luglio
Nomina Commissari: proposta del Presidente	17 settembre
Nomina Commissari: verifica conflitti d'interesse	10 ottobre
Nomina Commissari: audizioni	4-11 novembre
Nomina Commissione: voto del Parlamento europeo	27 novembre
Nomina Commissione: voto del Consiglio europeo	TBA



Per quanto riguarda la nomina dei commissari, prosegue l'art. 7, *“il Consiglio, di comune accordo con il presidente eletto, adotta l'elenco delle altre personalità che propone di nominare membri della Commissione. Dette personalità sono selezionate in base alle proposte presentate dagli Stati membri”*. Il nostro Paese, come anticipato, ha proposto l'attuale Ministro per gli affari europei, le politiche di coesione, il Pnrr (Piano nazionale di ripresa e resilienza) e il sud, Raffaele Fitto come commissario europeo. Nonostante il partito di Fitto, Fratelli d'Italia, appartenga al gruppo parlamentare ECR che, come ricordato poco sopra, aveva votato contro la nomina di von der Leyen, la Presidente ha comunque assegnato a Fitto la delega per la politica regionale e di coesione, lo sviluppo regionale, le città e le riforme. Inoltre, Raffaele Fitto è stato proposto come Vicepresidente esecutivo della Commissione europea. La nomina di Fitto, così come quella dei Commissari Teresa Ribera (Green deal e concorrenza, nonché vicepresidenza esecutiva) e Oliver Várhelyi (Salute e benessere animale) sono state controverse, seppur, almeno a livello ufficiale, per motivi diversi. Ogni candidato per il ruolo di commissario deve infatti presentarsi di fronte alla commissione parlamentare competente sul portafoglio per il quale viene proposto e i suoi membri si esprimono con un voto sull'adeguatezza del candidato. In seguito alle audizioni di Fitto e Ribera, avvenute lo stesso giorno, non è stata contestata la competenza dei commissari quanto l'opportunità della loro nomina. Nel caso di Fitto, in maniera non certo sorprendente, il problema riguardava l'appartenenza a un partito conservatore, ECR, esterno alla maggioranza che ha sostenuto Ursula von der Leyen sin dall'inizio. Ribera, invece, è stata frenata dalla possibilità che venga formalmente accusata di negligenza a seguito della cattiva gestione dell'alluvione a Valencia, un disastro che

tra l'ottobre e il novembre 2024 causò centinaia di vittime. Infine, il Commissario proposto dal governo ungherese, Várhelyi, è stato contestato per le sue posizioni conservatrici su diritti Lgbtqi e aborto. Anche in quest'ultimo caso, il processo per la sua nomina si è in seguito sbloccato, ma il contenuto delle sue deleghe sembra essere stato indebolito.

Infine, conclude il medesimo articolo, *“il presidente, l'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza e gli altri membri della Commissione sono soggetti, collettivamente, ad un voto di approvazione del Parlamento europeo. In seguito a tale approvazione la Commissione è nominata dal Consiglio europeo, che delibera a maggioranza qualificata”*. Tale votazione è avvenuta il 27 novembre 2024, quando il Parlamento ha dato il definitivo via libera alla Commissione, che risulta composta così come illustrato nella TAB. 3.

Ogni stato membro è rappresentato all'interno della Commissione. Per quanto riguarda le affiliazioni politiche, oltre la metà dei commissari (15), compresa la Presidente von der Leyen, appartiene, all'area del PPE; cinque ciascuno sono invece i commissari riconducibili a S&D e a RE (il 18,5%). Ottengono un commissario anche Pse e ECR; in questo secondo caso si tratta per l'appunto di Raffaele Fitto, che è anche uno dei vicepresidenti esecutivi della Commissione.

Interessante notare come il consenso della Commissione sia notevolmente diminuito: da 401 voti a favore a 370, solo dieci in più della maggioranza assoluta del Parlamento. E questo nonostante la composizione della Commissione abbia coinvolto partiti che non facevano parte della maggioranza originaria, cioè quella di luglio. Evidentemente, le polemiche nate nella fase di assegnazione di deleghe e cariche hanno lasciato un segno: soprattutto, è probabile, tra membri di PPE e S&D.

TAB. 3 - La nuova Commissione europea 2024-2029

Commissario	Delega / Ruolo	Nazione	Gruppo parlamentare
Ursula von der Leyen	Presidente	Germania	PPE
Kallas Kaja	Alto rappresentante per gli affari esteri e la politica di sicurezza; vicepresidente della Commissione europea	Estonia	RE
Fitto Raffaele	Coesione e riforme; vicepresidente esecutivo	Italia	ECR
Mînzatu Roxana	Persone, competenze e preparazione; vicepresidente esecutivo	Romania	S&D
Ribera Teresa	Transizione pulita, giusta e competitiva; vicepresidente esecutivo	Spagna	S&D
Séjourné Stéphane	Prosperità e strategia industriale; vicepresidente esecutivo	Francia	RE
Virkkunen Henna	Sovranità tecnologica, sicurezza e democrazia; vicepresidente esecutivo	Finlandia	PPE
Albuquerque Maria Luisa	Servizi finanziari e Unione del risparmio e degli investimenti	Portogallo	PPE
Brunner Magnus	Affari interni e migrazione	Austria	PPE
Dombrovskis Valdis	Economia e produttività; Attuazione e semplificazione	Lettonia	PPE
Hansen Christophe	Agricoltura e alimentazione	Lussemburgo	PPE
Hoekstra Wopke	Clima, azzeramento delle emissioni nette e crescita pulita	Olanda	PPE
Jorgensen Dan	Energia e edilizia abitativa	Danimarca	S&D
Kadis Costas	Pesca e oceani	Cipro	PPE (area)
Kos Marta	Allargamento	Slovenia	RE (area)
Kubilius Andrius	Difesa e spazio	Lituania	PPE
Lahbib Hadja	Preparazione e gestione delle crisi; Parità	Belgio	RE
McGrath Michael	Democrazia, giustizia e Stato di diritto	Irlanda	RE
Micaleff Glenn	Equità intergenerazionale, gioventù, cultura e sport	Malta	S&D
Roswall Jessika	Ambiente, resilienza idrica ed economia circolare competitiva	Svezia	PPE
Šefčovič Maroš	Commercio e la sicurezza economica; Relazioni interistituzionali e trasparenza	Slovacchia	S&D
Serafin Piotr	Bilancio, lotta antifrode e pubblica amministrazione	Polonia	PPE
Síkela Jozef	Partenariati internazionali	Rep. Ceca	PPE (area)
Šuica Dubravka	Mediterraneo	Croazia	PPE
Tzitzikostas Apostolos	Trasporti e turismo sostenibili	Grecia	PPE
Várhelyi Olivér	Salute e benessere degli animali	Ungheria	PfE (area)
Zaharieva Ekaterina	Start-up, ricerca e innovazione	Bulgaria	PPE



3. L'economia europea: passato, presente e futuro

La legislatura 2019-2024 è stata caratterizzata da eventi drammatici, tanto sul piano umano quanto su quello economico. E, per questi ultimi, una sintesi di indicatori è rappresentata nella TAB. 4. Nel 2020, lo scoppio della pandemia da Covid-19 causò oltre un milione di morti all'interno dell'Unione. Il 20 marzo 2020, la necessità di far fronte all'emergenza umanitaria spinse la Commissione europea a proporre di attivare la Clausola di salvaguardia generale per la

sospensione del Patto di stabilità e crescita (Psc). Il Consiglio, pochi giorni dopo, approvò. Deficit, e di conseguenza debiti pubblici, degli Stati membri esplosero. Nei Paesi dell'Unione europea si passò da un deficit medio dello 0,5% su Prodotto interno lordo (Pil) nel 2019 a uno del 6,7% nel 2020 (ancora 4,6% nel 2021), mentre il debito pubblico, sempre in rapporto al Pil, aumentò dal 77,4% nel 2019 a quasi il 90% l'anno successivo. Analogamente, la crescita economica crollò e l'Europa cadde in recessione.

TAB. 4 - L'economia nell'Unione europea (% Pil; media 27 paesi)

Variabile	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*	2026*
Crescita	1,9	- 5,6	6,3	3,5	0,4	0,9	1,5	1,8
Deficit (-)	0,5	6,7	4,6	3,2	3,5	3,1	3,0	2,9
Debito	77,4	89,5	88,3	83,9	82,1	82,4	83,0	83,4
Interessi passivi	1,5	1,4	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0
Inflazione	1,4	0,7	2,9	9,2	6,4	2,6	2,4	2,0
Disoccupazione	6,8	7,2	7,1	6,2	6,1	6,1	5,9	5,9

Fonte: Eurostat; * = previsioni economiche autunno 2024 della Commissione europea

Nel 2021, si assistette al cosiddetto "rimbalzo" dell'economia, che crebbe del 6,3%, recuperando quindi quanto perduto l'anno precedente. Tuttavia, questa rapida crescita, soprattutto per eccesso di domanda, portò alle prime tensioni inflattive. I prezzi aumentarono infatti del 2,9% nel 2021 dopo che nel 2019 il tasso d'inflazione fu dell'1,4% (il dato del 2020, 0,7%, è ovviamente poco indicativo). Il fenomeno andò poi velocemente fuori controllo nel 2022, a seguito del conflitto tra Russia e Ucraina, che influenzò in maniera diretta i prezzi delle materie prime energetiche e alimentari e poi, indirettamente attraverso l'aumento dei costi di produzione, anche i prezzi di gran parte degli altri beni. L'inflazione aumentò per tutto il 2022 (9,2%) e ancora vivacemente nel 2023 (6,4%). La politica restrittiva della Banca centrale europea, non

sempre allineata con quella della Federal Reserve, ha contribuito a riportare l'inflazione vicino a valori ritenuti ragionevoli all'interno dell'Unione: 2,6% nel 2024, 2,2% nel 2025 e finalmente 2% nel 2026. Tuttavia, il necessario aumento dei tassi d'interesse ha condizionato la ripresa economica che, in gran parte dei paesi dell'Unione, dopo l'iniziale rimbalzo è proceduta piuttosto debolmente, nonostante l'ambizioso piano di investimenti previsto da Next Generation Europe (NGE) e dai seguenti Pnrr. La crescita economica nei paesi dell'Unione non supererà infatti l'1% nel 2024 e sarà positiva - ma ancora poco entusiasmante - per tutto il 2026.

Stabili gli indicatori di finanza pubblica: il deficit rimarrà in media al 3% tra il 2024 e il 2026 e il debito addirittura aumenterà dall'82,4% del 2024 al 83,4% del 2026. La spesa per interessi passivi

continuerà a crescere, una tendenza ormai costantemente in atto sin dal 2020 e che porterà questa voce di bilancio a toccare quota 2% già nel 2025. Si tratta di numeri non certo drammatici ma che comunque destano preoccupazione. A partire dal 2024, infatti, è tornato in vigore il Psc; il quale, peraltro, è stato anche rinnovato. Gli spazi di azione per gli Stati membri all'interno dei bilanci saranno quindi estremamente limitati sia per l'effetto delle nuove regole fiscali sia per una situazione di finanza pubblica pericolosamente esposta, almeno per alcuni Paesi. In attesa di capire, inoltre, quanto le nuove norme siano davvero efficaci o, al contrario, fortemente penalizzanti.

Meno preoccupante anzi decisamente positiva la dinamica della disoccupazione: dopo il peggioramento dovuto al covid, comunque contenuto (7,2%), il tasso di disoccupazione ha rapidamente raggiunto valori inferiori al 2019 e sembra essersi stabilizzato intorno al 6%.

Guardando invece ai singoli Stati membri, la Tabella 5 presenta alcuni casi di particolare interesse, relativamente alle variabili di finanza pubblica e macroeconomiche più interessanti, anche ai fini del rispetto delle nuove regole del Patto di stabilità e crescita.

Per i paesi più grandi dell'Unione europea, vale a dire Germania, Francia e Italia, le prospettive di crescita non sono particolarmente rosee. La Germania dovrebbe uscire dalla recessione; tuttavia, anche in relazione allo stato dell'industria automobilistica, potrebbero passare ancora molti anni prima che Berlino torni a essere la cosiddetta "locomotiva d'Europa". Per quanto riguarda l'Italia, le ingenti risorse ottenute in ambito di Pnrr non sono state finora sufficienti per far decollare la crescita economica; tuttavia, questa si attesta su valori comunque più elevati rispetto alla media degli ultimi venti anni. Anche in Olanda, paese che tradizionalmente appartiene al cosiddetto gruppo

di stati a favore del rigore di bilancio (i cosiddetti "falchi"), l'economia non crescerà in maniera abbondante. Diversamente, in Spagna e Irlanda nel prossimo biennio l'aumento del Pil sarà sostenuto.

Francia e Italia sono due nazioni sottoposte a procedura per deficit eccessivo introdotta dalle nuove regole del Patto di stabilità e crescita, come è evidente dai dati su deficit e debito pubblico. L'Italia mostra un sentiero di rientro del deficit sotto il 3% più pronunciato ed efficace della Francia, ma a fronte di una sostanziale incapacità di ridurre invece il debito pubblico. La cui crescita pone questioni di gran lunga più rilevanti del deficit. Nessun problema di finanza pubblica per gli altri stati considerati. A colpire, tuttavia, è la forte eterogeneità tra paesi diversi, sottoposti però a regole fiscali troppo omogenee. Una mancanza di visuale, in occasione del rinnovo del Psc, che potrebbe minare sia l'efficacia delle stesse regole sia il rapporto di fiducia tra paesi.

A riprova di ciò, è immediato osservare come le differenze in termini di debito pubblico si ripercuotano sulla spesa pubblica, nello specifico quella per interessi passivi. Vero è che Italia e Spagna, in particolare, stanno facendo largo uso dei fondi europei previsti da NGE; tuttavia, almeno per il nostro paese, gran parte della spesa per il servizio al debito dipende da dinamiche passate e risalenti principalmente agli anni '70 e '80 del secolo scorso.

Ulteriore conseguenza di questa eterogeneità, infine, si vede nei tassi di crescita della spesa primaria netta (spesa pubblica nominale al netto della spesa per interessi, della spesa ciclica per la disoccupazione, delle misure discrezionali sulle entrate e della spesa relativa ai programmi dell'Unione), che mostrano andamenti altalenanti nel periodo ma dinamiche decisamente più vivaci in quei paesi con condizioni di partenza migliori, in



TAB. 5 - L'economia in Europa: paesi selezionati (% Pil)

Crescita economica			
Paese	2024	2025	2026
Francia	1,1	0,8	1,4
Germania	-0,1	0,7	1,3
Italia	0,7	1,0	1,2
Irlanda	-0,5	4,0	3,6
Olanda	0,8	1,6	1,5
Spagna	3,0	2,3	2,1
Deficit (-)			
Paese	2024	2025	2026
Francia	6,2	5,3	5,4
Germania	2,2	2,0	1,8
Italia	3,8	3,4	2,9
Irlanda	4,4	1,4	1,3
Olanda	0,2	1,9	2,4
Spagna	3,0	2,6	2,7
Debito			
Paese	2024	2025	2026
Francia	112,7	115,3	117,1
Germania	63,0	63,2	62,8
Italia	136,6	138,2	139,3
Irlanda	41,6	38,3	36,8
Olanda	43,3	44,4	46,6
Spagna	102,3	101,3	101,1
Spesa per interessi passivi			
Paese	2024	2025	2026
Francia	2,2	2,5	2,8
Germania	1,0	1,1	1,1
Italia	3,9	3,9	4,0
Irlanda	0,6	0,6	0,6
Olanda	0,8	0,8	0,8
Spagna	2,5	2,5	2,6
Spesa netta (Tasso di crescita)			
Paese	2024	2025	2026
Francia	3,2	-0,1	2,7
Germania	2,6	2,7	2,5
Italia	-2,3	1,3	1,9
Irlanda	9,2	6,6	5,6
Olanda	5,9	7,1	5,0
Spagna	4,4	3,8	4,2

Fonte: previsioni economiche autunno 2024 della Commissione europea

termini di variabili di finanza pubblica. In linea di principio, ciò permetterà a questi stati una migliore capacità di adattamento alle necessità dei prossimi anni, prima tra tutte quella di aumentare la spesa sanitaria per tenere conto dell'invecchiamento della popolazione. Tuttavia, vale comunque la pena di sottolineare come proprio Germania, Irlanda e Olanda abbiano ricevuto un parere non positivo dalla Commissione uscente riguardo le dinamiche di spesa primaria netta. Per l'Olanda, in particolare, si tratta di una vera e propria bocciatura, mentre i conti di Germania e Irlanda non sarebbero "pienamente in linea". Nessun problema, invece, per Francia, Italia e Spagna.

4. Il programma della Commissione europea e le sue conseguenze economiche

Il programma politico della nuova Commissione è contenuto, per linee generali, nel documento "La scelta dell'Europa. Orientamenti politici per la prossima commissione europea 2024-2029", con il quale Ursula von der Leyen si è presentata in Parlamento lo scorso luglio per ottenerne il voto favorevole. Il programma si articola in sette aree tematiche, a loro volta suddivise in linee di intervento più specifiche sintetizzate nella TAB. 6. In questo contributo non si possono certo analizzare tutti i punti del programma nel dettaglio, ma ci si limiterà a riportare e commentare quelli considerati, almeno da chi scrive, più delicati e cruciali per l'economia europea nel prossimo futuro. Inoltre, verranno sollevati alcuni dubbi rispetto ai temi non trattati da von der Leyen e che riguardano, in particolare, le nuove regole del Psc, l'invecchiamento della popolazione e NGE.

Tabella 6: Il programma politico della nuova Commissione europea

Area tematica	Interventi
Prosperità sostenibile e competitività	Agevolare le attività economiche e approfondire il mercato unico; stabilire un patto per l'industria pulita per de-carbonizzare e abbattere i prezzi dell'energia; mettere la ricerca e l'innovazione al centro della nostra economia; stimolare la produttività con la diffusione delle tecnologie digitali; investire in modo massiccio nella nostra competitività sostenibile; ovviare alla carenza di competenze e di manodopera.
Sicurezza e difesa	Dare vita all'Unione europea della difesa; strategia dell'Unione per la preparazione alle crisi; un'Europa più sicura; frontiere comuni più forti; una gestione equa e risoluta della migrazione
Persone e società	Equità sociale nell'economia moderna; riportare l'unità nelle nostre società, sostenere i nostri giovani; un'Unione dell'uguaglianza
Sicurezza alimentare, acqua e natura	Adattamento ai cambiamenti climatici, preparazione e solidarietà
Democrazia e valori	Proteggere la nostra democrazia; rafforzare lo Stato di diritto; porre i cittadini al centro della nostra democrazia
Ruolo globale dell'Europa	L'allargamento come imperativo geopolitico; un approccio più strategico nei confronti del vicinato; una nuova politica estera economica; ridisegnare il multilateralismo per il mondo di oggi
Collaborazione interna all'Unione	Un nuovo bilancio all'altezza delle nostre ambizioni; un ambizioso programma di riforme per l'Europa; conseguire risultati insieme al Parlamento europeo

Fonte: "La scelta dell'Europa. Orientamenti politici per la prossima Commissione europea 2024-2029"
(U. von der Leyen)



4.1 Politica estera economica

Iniziando ovviamente da quello che c'è, anche alla luce della vittoria di Donald Trump negli Stati Uniti e alle sue dichiarazioni in campagna elettorale e nelle settimane seguenti, riguardanti in particolare la politica commerciale americana, vale la pena di analizzare le proposte della nuova Commissione su quella che, nel documento programmatico presentato a luglio, viene denominata "politica estera economica". Uno dei pilastri di tale politica è considerata il commercio. L'intenzione della Commissione è di continuare ad approfondire i legami commerciali incentrati su scambi "liberi ed equi" con partner in tutto il mondo, garantendo reciprocità e parità di condizioni.

Attenzione particolare è dedicata ai "rapporti nel settore delle materie prime e dei minerali critici". Si tratta, principalmente, di fonti energetiche, tradizionali e rinnovabili, ma anche di altri elementi quali metalli comuni, materiali per batterie, terre rare la cui domanda interna all'Unione europea è destinata ad aumentare in modo esponenziale non solo con lo sviluppo delle nuove tecnologie ma anche a causa del previsto e progressivo abbandono dei combustibili fossili all'interno dell'Unione. Tali materie prime critiche sono per lo più ottenute al di fuori dell'Unione. Fanno eccezione il carbone da coke e il rame dalla Polonia, l'arsenico dal Belgio, l'afnio dalla Francia, lo stronzio dalla Spagna e il nichel dalla Finlandia. Tuttavia, l'autosufficienza resta un miraggio. Peraltro, per alcune di queste materie prime critiche, l'Unione dipende esclusivamente da un paese: la Cina fornisce l'intero approvvigionamento di elementi delle terre rare pesanti, nonché enormi quantità di barite, bismuto, gallio, germanio, magnesio, grafite naturale, terre rare leggere, tungsteno e vanadio; la Turchia soddisfa il 98% della richiesta di boro,

mentre il Sudafrica il 71% del fabbisogno di platino.

Infine, si evoca, seppur timidamente, maggiore ambizione nell'attuare accordi commerciali la volontà di ricorrere "all'occorrenza", a "tutti gli strumenti di difesa commerciale" di cui si dispone. Nonostante il programma sia stato scritto lo scorso luglio, è evidente qui il riferimento al pericolo che, soprattutto nei confronti degli Stati Uniti, si possa scatenare una guerra commerciale. Il presidente eletto statunitense ha confermato, anche negli ultimi giorni, la volontà di introdurre un dazio del 10% sul valore di tutte le merci importate da paesi europei, nonché tariffe ancora più elevate nei confronti di altre nazioni. Misure simili, nei confronti dell'Europa, erano già state previste durante il primo mandato di Trump, tra il 2016 e il 2020. In quel caso, in Europa vennero particolarmente colpiti i settori dell'acciaio e dell'alluminio. Lecito chiedersi, dunque, sia quale potrebbe essere l'impatto di una guerra commerciale con gli Stati Uniti sia quanto questa possa davvero essere probabile. Il valore degli scambi di beni tra UE e Stati Uniti ha raggiunto quasi 870 miliardi di euro nel 2022 mentre quello degli scambi di servizi ha superato i 680 miliardi di euro. Stati Uniti e UE sono reciprocamente i principali partner commerciali l'un dell'altra. I settori maggiormente coinvolti sono gas naturale, oli di petrolio e greggio, e prodotti medicinali e farmaceutici tra i beni che l'Unione importa e prodotti medicinali e farmaceutici, autoveicoli e motoveicoli tra quelli che invece vengono esportati. Secondo alcune stime, un dazio generalizzato del 10% sui prodotti europei potrebbe avere un impatto sulle esportazioni tale da far rallentare la crescita economica europea di un punto percentuale di Pil, con effetti però eterogenei nei diversi stati membri.

Tuttavia, va ricordato che, nonostante i dazi del mandato 2016-2020, nell'ultimo decennio gli

scambi tra Ue e Usa sono più che raddoppiati. Una tendenza analoga si è osservata, nello specifico, anche per l'Italia. La prospettiva più probabile, o forse solamente più auspicabile, è che in realtà dazi e tariffe, più che come "strumenti di aggressione" dei partner commerciali siano "strumenti di negoziazione", cioè una minaccia per ridiscutere esistenti accordi commerciali. Bene farebbe quindi l'Unione non solo a presentarsi unita ma anche a impostare una politica di collaborazione prima di rispondere a eventuali interventi americani.

4.2 La transizione energetica e l'attenzione al clima

Sul fronte interno, la parte di programma che forse più metterà in crisi il rapporto tra Europa e stati membri è quello che concerne la transizione energetica, le politiche per il cambiamento climatico e, soprattutto, le misure che impattano e impatteranno sul settore automobilistico. Il programma conferma che *"l'obiettivo di ridurre le emissioni del 90% da qui al 2040"*, fino a conseguire *"la neutralità climatica entro il 2050"*. Per realizzare queste ambiziose finalità, verrà agevolato *"il passaggio delle persone a opzioni più sostenibili"*. In questa strategia, un ruolo chiave sarà giocato dal settore automobilistico, per cui è confermato *"l'obiettivo della neutralità climatica al 2035"* per raggiungere il quale *"sarà necessario assicurare la neutralità tecnologica, attribuendo un ruolo agli elettrocarburi tramite una modifica mirata del regolamento nell'ambito del riesame previsto"*. Dal punto di vista ambientale, il sentiero appare quindi segnato e difficilmente contestabile. Tuttavia, i tempi appaiono fin troppo ambiziosi ed eccessivamente brevi. Soprattutto perché la sostenibilità ambientale fa fatica ad andare di pari passo con una necessaria sostenibilità economica, che interessa tanto le aziende del ramo automobilistico quanto le

famiglie. Emblematico, da questo punto di vista, il caso delle sanzioni previste già nel 2025 secondo le quali le emissioni medie delle nuove auto vendute da un'azienda dovranno scendere sotto i 93,6 grammi per chilometro (quasi il 20% in meno rispetto a quelle ammesse nel 2024). Si tratta di un obiettivo arduo da raggiungere in presenza di vendite di auto elettriche ancora deboli; paradossalmente, ciò potrebbe portare alcune aziende a ridurre la vendita di auto tradizionali proprio per raggiungere gli obiettivi stabiliti, con ovvie conseguenze in termini di occupazione. Gran parte della debolezza della domanda per auto elettriche è probabilmente legata al loro prezzo di vendita, nella maggior parte dei casi ancora superiore a 25.000 euro. Una transizione necessaria ma costruita male, anche secondo il rapporto Draghi, secondo cui *"il settore automobilistico è un esempio centrale di mancata pianificazione da parte dell'UE, che applica una politica climatica senza una politica industriale"*. Sempre secondo il rapporto Draghi, nel 2023 in Europa il nuovo veicolo elettrico più economico costava quasi il doppio rispetto alla più economica vettura tradizionale. Il divario è causato soprattutto dai costi più elevati delle batterie, dal basso valore residuo dei veicoli elettrici, che sono soggetti a veloci innovazioni tecnologiche, e dai premi assicurativi più costosi, che sono maggiori a causa dei maggiori costi di riparazione e sostituzione previsti per le auto elettriche. Per tornare al programma della Commissione, quindi, l'attenzione alla sostenibilità ambientale non sembra accompagnata da una adeguata attenzione per la sostenibilità economica della transizione. I dati sulla produzione di automobili (per esempio, in Italia, -35,5% tra gennaio e luglio 2024, secondo l'Associazione della filiera automobilistica Anfia) o quelli sulla crescita economica nei vari paesi (Germania in testa, che nel 2023 e 2024 è stata in recessione) sono quindi



un segnale da non sottovalutare già per l'immediato futuro.

4.3 L'Unione europea della difesa

Un capitolo delicato, dal punto di vista di politica estera ma anche di politica interna ed economica, è quello che riguarda la difesa. Il programma di von der Leyen ribadisce come *“il migliore investimento nella sicurezza europea [sia] investire nella sicurezza dell'Ucraina. Il sostegno finanziario, politico e militare dell'Europa deve essere mantenuto per tutto il tempo necessario”*. Questo sostegno dovrebbe essere garantito principalmente aumentando i fondi messi a disposizione e coordinando meglio le attività nazionali. Anche nel discorso tenuto di fronte al Parlamento il 27 novembre scorso, von der Leyen ha infatti ribadito come la Russia spenda fino al 9% del Pil per la difesa mentre l'Unione europea, in media, l'1,9%. Si tratta di circa 340 miliardi di euro: una cifra che, per avere un termine di paragone, corrisponde a quella spesa dall'Italia ogni anno per mantenere il proprio sistema pensionistico. Inoltre, se la spesa complessiva dell'Unione per la difesa è cresciuta del 20% dal 1999 al 2021, quella russa è aumentata di quasi il 300 % mentre quella cinese addirittura del 600%. Non vengono stabiliti obiettivi quantitativi di spesa ma il messaggio appare decisamente chiaro: *“Dobbiamo spendere di più, spendere meglio e spendere insieme”*.

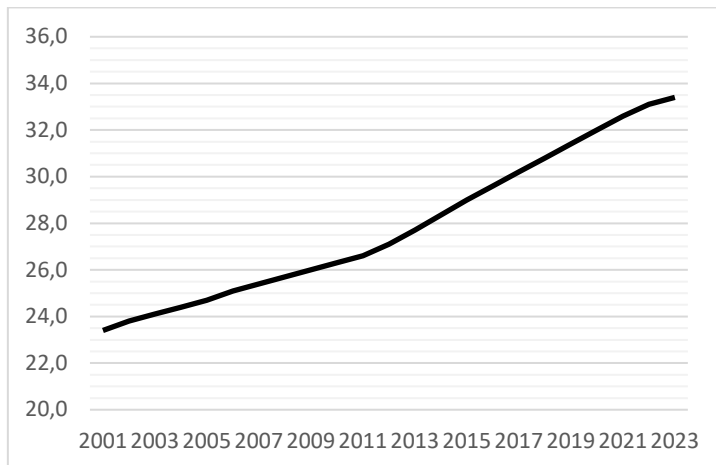
Inoltre, von der Leyen punta a costituire una *“Unione europea della difesa”*, in cui gli Stati membri manterranno la responsabilità delle proprie truppe, dalla dottrina al dispiegamento, ma a fronte di istituzioni comunitarie che

sostengano e coordinino il rafforzamento dell'industria militare, l'innovazione e il mercato unico nel settore della difesa.

4.4 Le parole mancanti

Ci sono alcuni temi che, sorprendentemente, non vengono affrontati dal programma della Commissione o, perlomeno, non in maniera sufficientemente approfondita. Quello più stupefacente riguarda l'invecchiamento della popolazione, limitato alla necessità di porre attenzione agli effetti dei cambiamenti demografici. La popolazione europea sta invecchiando: secondo Eurostat, tra il 2003 e il 2023 la quota di cittadini con più di ottant'anni è aumentata di oltre due punti percentuali, dal 3,7% al 6,0%, così come quella delle persone di età pari o superiore a 65 anni, che è cresciuta dal 16,2% al 21,3%. Di contro, nello stesso periodo la percentuale di individui più giovani e di età inferiore a 15 anni è diminuita dal 16,4% al 14,9%. Il risultato di questa tendenza è una crescita rapida e costante dell'indice di dipendenza di vecchiaia (FIG. 1), che misura la quota di popolazione con più di 65 anni rispetto a quella in età da lavoro (15-64): nel 2001 il valore di questo indice era pari al 23,4% mentre nel 2023 era il 33,4%, un incremento di oltre il 40%. In termini di sostenibilità dei sistemi di welfare, di protezione sociale ma anche, più in generale, dei sistemi tributari, così fortemente dipendenti dai redditi da lavoro, l'invecchiamento della popolazione pone scenari più drammatici di quelli previsti per il riscaldamento globale che però, al contrario, riceve molta più attenzione mediatica e politica.

FIG. 1 - Old-age dependency ratio nell'Unione europea (2001-2023)



Fonte: Eurostat

Nulla viene detto, inoltre, sulle nuove regole fiscali del patto di stabilità e crescita, cambiate nel corso del 2024 (che approfondiremo nel prossimo capitolo). Nonostante alcuni accorgimenti e la necessità di vedere la nuova normativa all'opera, varrebbe la pena di considerare la possibilità di interventi correttivi in futuro nel caso queste si rivelassero inefficaci, da un lato, o al contrario estremamente punitive dall'altro. In particolare, a preoccupare sono le condizioni di quei paesi, come ad esempio l'Italia, che partendo da posizioni molto svantaggiate in termini di debito pubblico, dovranno impegnarsi di più, col rischio di tornare a politiche di austerità che male fanno alla crescita economica e, soprattutto, alla tenuta sociale. Chissà se la recente bocciatura dei conti di Olanda e Germania da parte della Commissione renderà più morbidi questi paesi in futuro.

Infine, deboli i passaggi sul futuro di Next Generation Europe e di come verrà gestita la fine dei Piani nazionali di ripresa e resilienza, prevista per il 2026. Introdotto nel 2020 a seguito della crisi economica indotta dalla pandemia, lo strumento, temporaneo, di finanziamento degli Stati dovrebbe erogare agli Stati membri che ne hanno fatto richiesta circa 750 miliardi di euro, sotto

forma di prestiti a tasso agevolato o sovvenzioni a fondo perduto. Nonostante l'indubbio carattere di straordinarietà, il meccanismo ha dovuto fare i conti con un periodo di forte inflazione all'interno dell'Unione, che ne ha richiesto alcuni correttivi e ne ha probabilmente minato, almeno parzialmente, l'efficacia. Una sua completa chiusura nei termini previsti potrebbe condizionare quindi la crescita economica in alcuni paesi che fortemente dipendono da progetti finanziati con esso.

5. Conclusioni

Le elezioni europee del 2024 hanno determinato un Parlamento dove le forze conservatrici o di destra sono cresciute rispetto al 2019. Ciononostante, nel mese di luglio 2024 la Commissione europea nasceva con una maggioranza in perfetta continuità rispetto al passato (Popolari, socialdemocratici, liberali). A causa di un tentativo di allargamento a destra della stessa coalizione nei mesi successivi, paradossalmente, ma fino a un certo punto, il consenso sulla Commissione appare ora indebolito. Nella votazione finale del 27 novembre 2024, i voti a favore ottenuti sono stati di gran



lunga inferiore alle previsioni: solo dieci in più della maggioranza assoluta dei membri del Parlamento europeo, il margine più risicato da quando quest'organo esprime un giudizio sulla Commissione, cioè dal 1995. Il contesto in cui la nuova Commissione dovrà districarsi non è dei più entusiasmanti. I dati economici che hanno caratterizzato l'ultima legislatura e le previsioni rispetto ai prossimi anni raccontano di una Unione europea ormai libera dall'inflazione ma ancora fortemente stressata dalla presenza di deficit e debiti pubblici elevati. Soprattutto, le condizioni delle finanze pubbliche degli stati membri sono estremamente eterogenee. Ciò potrebbe avere ricadute negative sia sulla crescita economica nel futuro sia sull'implementabilità delle nuove regole fiscali del Patto di stabilità e crescita. Per quanto riguarda le sfide attese per il prossimo quinquennio, quelle che sembrano più rilevanti riguardano la politica commerciale, la transizione energetica e la difesa. Nel primo caso, una guerra commerciale con gli Stati Uniti appare certamente possibile ma infine dei conti poco probabile, a causa della forte integrazione economica delle due realtà. Per quanto riguarda le politiche sul clima, sembra confermata la volontà di procedere in fretta nella transizione all'elettrico, anche se la debolezza della Commissione e la sua crescente dipendenza dai partiti conservatori potrebbe cambiare le carte in tavola. Una Commissione debole sarà anche più incline a soddisfare le richieste dei singoli stati, che spingono per un rallentamento della transizione, soprattutto per salvare l'industria automobilistica. Infine, la spesa comunitaria per la difesa aumenterà in futuro e così anche gli sforzi richiesti agli stati membri, con la prospettiva però di partecipare alla fase di ricostruzione in Ucraina al termine del conflitto. In aggiunta, si rileva l'assenza di tre grandi temi assenti nel programma di von der Leyen: invecchiamento della popolazione, Next

Generation Europe e Patto di stabilità. Ursula von der Leyen dovrà impegnarsi al massimo nei prossimi cinque anni. E, se ne sarà all'altezza, passerà alla storia come colei che è riuscita ad affrontare, nonostante tutto, le grandi sfide che condizioneranno il destino europeo nel resto di questo secolo.

2. LA FINANZA PUBBLICA ITALIANA DOPO LA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Massimo Bordignon ♦

- *Il nuovo Patto di Stabilità e Crescita (PSC) è entrato in vigore quest'anno. Migliora quello precedente sotto tre profili. I) Consente una programmazione del bilancio sul medio termine, di fatto impossibile con il PSC precedente. II) Riconosce un ruolo importante agli investimenti e alle riforme nel sostenere la crescita. III) Aumenta la titolarità dei paesi sulla gestione delle proprie finanze pur all'interno di un quadro condiviso a livello europeo.*
- *Il limite principale del nuovo PSC è che si tratta solo di una riforma delle regole fiscali. Manca qualunque riferimento ad una capacità fiscale comune a livello europeo per fronteggiare shocks collettivi e finanziare beni pubblici europei.*
- *La prima applicazione del nuovo PSC è stata nel complesso deludente. Quello che doveva essere il cuore del nuovo sistema, il Piano di Medio Termine, come fonte di dibattito pubblico e di impegno per il futuro, si è rilevato poco più che un esercizio contabile, presto dimenticato nella discussione pubblica. Il complesso di riforme e investimenti che doveva giustificare la richiesta di allungamento del percorso di consolidamento rappresenta nel Piano italiano poco più che una dichiarazione di intenti, senza connessioni con la probabile evoluzione della finanza pubblica futura.*
- *La finanza pubblica italiana resta molto fragile, nonostante gli inattesi progressi certificati da ISTAT negli ultimi quattro anni. Bene ha dunque fatto il governo ad accelerare l'aggiustamento, dandosi come obiettivo l'uscita dalla procedura per deficit eccessivo già nel 2026 invece che nel 2029-30, come suggerito dalla Commissione UE. Tuttavia, le coperture della manovra appaiono dubbie e nel complesso difficili da considerare permanenti, nonostante debbano sostenere interventi strutturali. Più in generale, la manovra appare di corto respiro, tesa solo a garantire quanto già approvato nel 2024, piuttosto che a guardare al futuro.*

Introduzione

Il 30 aprile 2024 sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea i documenti approvati da paesi membri, Commissione e Parlamento relativi alla riforma del Patto di Stabilità e Crescita (PSC)¹, che è così diventata parte integrante della legislazione europea. L'approvazione definitiva della riforma è avvenuta con diversi mesi di ritardo rispetto alle aspettative

della Commissione, la quale, già l'anno scorso, prorogando la sospensione del PSC (introdotta a marzo 2020, in piena pandemia), aveva indicato che si sarebbe trattato dell'ultima proroga e che le regole fiscali sarebbero rientrate in vigore a partire dal 1° gennaio 2024. L'annuncio aveva probabilmente anche l'intenzione di stimolare la conclusione della contrattazione tra paesi sulle proposte legislative di riforma presentate dalla

♦ Università.Cattolica.del.Sacro.Cuore.e.European.Fiscal.Board.

¹ Si tratta di un nuovo Regolamento per il braccio preventivo (n. 2024/1263), un Regolamento rivisto per il braccio correttivo (n. 2024/1264) e di una nuova Direttiva (n. 2024/1265) che tra l'altro definisce le informazioni che i paesi europei devono trasmettere alla Commissione per l'attività di sorveglianza.



Commissione ad aprile 2023, per evitare che a gennaio 2024 rientrassero in vigore le vecchie regole, in una situazione in cui era viceversa già avanzata la discussione sulle nuove.

Non è bastato e il 2024 si è rivelato un anno di transizione, con una parte almeno formalmente coperta dalle vecchie regole e le nuove che potevano essere attivate solo successivamente all'approvazione definitiva della riforma. Una conseguenza è stata che tutto il processo di attuazione del nuovo sistema è risultato accelerato rispetto a quanto previsto originariamente; la Commissione ha fornito le proprie *raccomandazioni tecniche* (sul percorso futuro della spesa netta; si veda più avanti) ai paesi solo a giugno 2024 (a regime dovrebbe avvenire a gennaio) e ai paesi è stato chiesto di presentare, in coerenza con il nuovo "braccio preventivo" del PSC, il proprio Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine entro il 20 settembre del 2024 (a regime dovrebbe avvenire alla fine di aprile). Inoltre, con la riattivazione del Patto, sono rientrati in vigore anche i meccanismi sanzionatori relativi al "braccio correttivo" del PSC; di conseguenza, sempre a giugno 2024, sette paesi europei, tra cui tre appartenenti all'area euro (Belgio, Francia e Italia), sono stati considerati in violazione del (vecchio) PSC da parte della Commissione e messi sotto procedura per disavanzi eccessivi (*excessive deficit procedure*, EDP) alla luce dei risultati di bilancio del 2023 (i.e. un deficit nettamente più elevato del limite previsto del 3% del Pil). Per questi paesi, l'apertura della procedura crea un problema ulteriore, perché la legislazione europea sull'EDP (non modificata dalla riforma) impone vincoli sull'aggiustamento richiesto dei conti pubblici che sono diversi e separati rispetto a quanto richiesto dal nuovo braccio preventivo.

In questa situazione di oggettiva confusione normativa, il governo italiano ha presentato il proprio Piano Strutturale di Bilancio di Medio

Termine il 27 settembre 2024, in lieve ritardo rispetto alla scadenza prevista, per farlo seguire subito dopo dal Documento Programmatico di Bilancio, DPB, (il 15 ottobre) e dal disegno di legge sulla finanziaria per il 2025 (il 20 ottobre), documenti che costruiscono entrambi sulle previsioni e gli impegni assunti dal governo nel Piano. Di conseguenza, l'ampia discussione, aperta anche agli attori sociali, che secondo le intenzioni della riforma avrebbe dovuto accompagnare la presentazione di un Piano che vincola sul piano finanziario un paese per una legislatura (teoricamente per sette anni, nel caso italiano) si è risolta in una breve discussione in Parlamento e qualche articolo sulla stampa, per essere immediatamente riassorbita dal ben più concreto dibattito sugli interventi previsti dalla manovra per il 2025.

Che cosa impone il nuovo PSC ai paesi europei? Che cosa propone il governo italiano nel Piano? Con quali implicazioni per quello che riguarda la manovra e l'aggiustamento dei conti pubblici? Iniziamo spiegando più in dettaglio i principali elementi del nuovo PSC.

1. La riforma del PSC

Il cuore della riforma è rappresentato dal nuovo regolamento relativo al «braccio preventivo» del PSC. Sulla base di questa nuova norma, tutti i paesi europei che non soddisfano i criteri di Maastricht (i.e. hanno un deficit su Pil superiore al 3% o un debito su Pil superiore al 60% o entrambi) devono presentare un Piano di medio termine («Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine», di qui in avanti solo "Piano") per la durata di una legislatura (cioè, 4 o 5 anni), tale per cui il deficit su Pil ritorna e/o rimane sotto il 3% e al completamento del Piano il rapporto debito su Pil è posto su un sentiero *plausibilmente* decrescente (a politiche invariate, ma tenendo conto degli effetti dell'invecchiamento della popolazione sul bilancio)

per i successivi 10 anni. Il Piano può essere portato a sette anni, con dunque un aggiustamento più moderato, se il paese si impegna credibilmente ad un programma di riforme e investimenti che sostengano la crescita economica. Il Piano è di medio termine, ma ogni anno (ad aprile, con quello che era il vecchio DEF, «programma di stabilità» nel linguaggio europeo) i paesi presentano un rapporto sull'applicazione del Piano. Il Piano è di legislatura, dunque vincola il governo in carica in quella legislatura. Se il governo cambia, oppure se finisce la legislatura, un nuovo Piano può essere presentato.

Nel Piano i paesi si impegnano, per gli anni di durata dello stesso, ad un percorso di crescita della *spesa primaria nazionale netta*, (di qui in avanti, «spesa netta») definita come segue:

- (1) Spesa netta=totale della spesa della P.A. *meno* la spesa per gli interessi sul debito *meno* le entrate discrezionali *meno* la spesa più legata al ciclo economico (i sussidi di disoccupazione) *meno* la spesa finanziata dall'Europa (fondi strutturali e di coesione, inclusi i contributi nazionali a questi fondi).

Il nome usato per l'indicatore può generare equivoci, nel senso di suggerire che con il Piano un paese si impegna a controllare l'evoluzione della spesa primaria *tout court*. In realtà, tenendo conto che le entrate (tributarie e contributive) tendono a crescere nella stessa misura del Pil nominale (l'elasticità delle entrate al reddito nominale è approssimativamente unitaria) e tenendo conto anche di tutte le altre correzioni introdotte nella (1), dovrebbe essere chiaro che la "spesa netta" è una misura dell'*avanzo (o disavanzo) primario strutturale*, dove la correzione per il ciclo

economico è però introdotta usando criteri diversi dal passato². Importante, con la riforma, la dinamica della spesa netta diventa *l'unico indicatore* utilizzato dalla Commissione per la sorveglianza fiscale dei paesi. Scompare dunque (come obiettivo di policy) il disavanzo strutturale, il suo avvicinamento all'obiettivo di medio termine e viene abolita anche la regola di 1/20 per la riduzione del rapporto debito su Pil (cioè, l'impegno per un paese di ridurre di un ventesimo all'anno la differenza tra il valore del rapporto attuale e l'obiettivo del 60%).

La logica sottostante alla nuova regola è semplice. Date le stime sulla crescita del Pil (potenziale) in futuro e date le stime dell'evoluzione dell'inflazione futura, un paese che vuole ridurre il debito deve far crescere la sua spesa nominale al netto delle entrate meno di quanto cresca il Pil potenziale nominale. Naturalmente, un paese può sempre decidere di spendere di più se decide di tassare di più, ragione per cui l'indicatore è anche al netto delle variazioni discrezionali nelle entrate. Il nuovo sistema, se implementato correttamente, ha al proprio interno importanti meccanismi di stabilizzazione automatica. Se il ciclo economico è negativo (il reddito cresce meno del potenziale e dunque le entrate crescono meno del previsto), il paese spende comunque quanto si era impegnato a fare, così sostenendo l'economia. Viceversa, se il ciclo è positivo, le entrate crescono più del previsto, ma il paese non può spenderle, così raffreddando l'economia.

In termini di attuazione, il nuovo meccanismo prevede che per aiutare i paesi nella predisposizione dei loro Piani, la Commissione formuli delle *traiettorie di riferimento* per la spesa netta di ciascun paese, cioè percorsi che sulla base della metodologia della Commissione consentano

² Cioè, sottraendo direttamente dall'indicatore della spesa le componenti più cicliche, piuttosto che calcolando l'output gap, stimandone le elasticità

relative su entrate e spese e finalmente sottraendo questa componente al deficit effettivo per ottenere il deficit strutturale.



al paese di raggiungere l'obiettivo cercato nei 4/5 o 7 anni di durata del Piano³. I paesi possono discostarsi da queste traiettorie, ma solo sulla base di argomentazioni basate su argomenti economici fondati e stime empiriche alternative (vedi più avanti per il caso italiano)⁴. Un dialogo tecnico tra Paese e Commissione, prima della presentazione del Piano, affronta questi temi. Il Piano deve comunque essere approvato dalla Commissione (e su proposta di questa, dal Consiglio) per essere legalmente valido.

Un paese può discostarsi dal Piano in termini di spesa netta fino allo 0.3% del Pil l'anno (lo 0.6% cumulato) senza che la Commissione intervenga (un *conto di controllo* accumula le deviazioni in positivo o negativo rispetto al piano originario). Se la deviazione supera questi livelli (oppure, se il deficit su Pil torna stabilmente sopra il 3%), la Commissione apre una procedura di infrazione che può concludersi con la richiesta al paese della presentazione di un nuovo Piano che corregga la deviazione (il nuovo «braccio correttivo» del PSC). Una deviazione sistematica (oppure l'incapacità di portare a termine gli investimenti e le riforme previste) può anche condurre alla perdita del beneficio dell'allungamento del processo di aggiustamento ai 7 anni. Infine, la richiesta di

correzione può essere sostenuta da sanzioni se il paese non si adegua (una volta che le sanzioni proposte dalla Commissione non siano respinte dal Consiglio a maggioranza qualificata).

Durante la contrattazione per l'approvazione della riforma, i paesi più scettici (leggi Germania) hanno imposto ulteriori vincoli ("salvaguardie") rispetto alla proposta originale della Commissione e specificatamente:

- 1) *no backloading*; l'aggiustamento previsto nel Piano deve essere più o meno lineare e non posticipato al futuro;
- 2) in media durante la durata del Piano, il rapporto debito su Pil si deve ridurre di almeno 1 punto all'anno (di un mezzo punto per i paesi con un debito su Pil minore del 90%);
- 3) il deficit effettivo su Pil deve ridursi *gradualmente* per tendere all'1.5% a regime (un «margine di resilienza» ulteriore rispetto al vincolo dell'3% di Maastricht).

Di questi vincoli ulteriori, il primo è ragionevole, il secondo non è realmente vincolante per un paese ad alto debito come l'Italia se l'inflazione (più esattamente il deflatore del Pil) si attesta attorno al 2% (come dovrebbe), mentre il terzo può essere pernicioso per l'Italia (un paese ad alto debito e che dunque deve comunque pagare alti interessi

³ Senza entrare in eccessivi dettagli, la metodologia usata dalla Commissione per svolgere questi conti è la seguente. La stima del reddito potenziale di un paese viene svolta sulla base dei risultati dell'output group, mentre per stimare l'inflazione futura e l'evoluzione dei tassi di interesse si usano le aspettative di mercato. Infine, per stabilire che il Piano sia credibilmente in grado di ridurre il debito nei dieci anni successivi al completamento del Piano si introducono una serie di test deterministici e stocastici (la DSA, debt sustainability analysis della Commissione). In particolare, una probabilità stimata del debito su Pil di ridursi pari o superiore al 70%, tenendo conto di tutti gli shocks introdotti nella DSA, è considerata sufficiente a ritenere il Piano credibile.

⁴ La metodologia della Commissione (si veda la nota precedente) per calcolare il reddito potenziale è stata ferocemente criticata in passato, soprattutto perché le stime dell'output gap (la differenza tra reddito effettivo e potenziale), a cui era legata la stima del disavanzo strutturale e di conseguenza il rispetto degli impegni assunti da un paese nel braccio preventivo nel "vecchio" PSC, si sono mostrate molto ballerine e incapaci di offrire una guida convincente per la policy nel breve periodo. D'altra parte, nel medio-lungo periodo le stime dovrebbero risultare più stabili e comunque di un qualche benchmark di riferimento per la crescita del Pil nominale c'è bisogno per programmare il bilancio nel medio periodo.

che incidono sul disavanzo complessivo) ed ha già in realtà influito in modo restrittivo sulla traiettoria proposta all'Italia a giugno 2024⁵. Comunque, è opportuno osservare che queste salvaguardie vengono inglobate come *vincoli addizionali* nelle traiettorie proposte ai paesi *ex ante*, non valutate *ex post*. *Ex post*, l'unica cosa che conta per la sorveglianza fiscale è che il paese non si discosti dal percorso proposto nel Piano per la spesa netta; se l'impegno sulla spesa netta è mantenuto, il fatto che 1)-3) risultino o meno soddisfatti a conclusione del Piano non rileva per le regole europee.

Infine, e di particolare rilievo per il caso italiano, un paese può chiedere che il Piano possa essere portato a sette anni, e dunque con un percorso più moderato di aggiustamento dei conti, se il paese si impegna ad un insieme di riforme e investimenti che possono ridurre la spesa futura o aumentare la crescita economica. Le riforme e gli investimenti proposti devono rispettare le «Raccomandazioni» che la Commissione rivolge annualmente ai singoli paesi nell'ambito del «semestre europeo» e/o devono fare riferimento alle priorità comuni europee. A loro volta, queste «priorità comuni europee» vengono esplicitate nel testo del nuovo regolamento come investimenti e riforme nel campo della transizione energetica, di quella digitale e nella difesa. C'è però anche un termine più generale «incrementi nella resilienza economica e sociale» che lascia intendere che gli spazi di proposta lasciati ai paesi per proporre nuovi investimenti sia in realtà molto ampia e possa anche includere spese generalmente non

classificate come «investimenti»⁶. Importante, un paese che chiede l'allungamento, si impegna anche a non ridurre la spesa per gli investimenti complessiva. Nel caso italiano, per esempio, questo ha significato impegnarsi a mantenere un'elevata spesa per gli investimenti anche successivamente alla fine del programma Ng-Eu (il PNRR), attualmente fissata per il 2026. Le proposte per riforme e investimenti devono essere approvate dalla Commissione e la loro attuazione futura anche monitorata dalla stessa. È evidente qui l'esperienza del PNRR; benché la Commissione non si aspetti una programmazione altrettanto incisiva e vincolante come quella del PNRR (con i target intermedi e gli output finali fissati in anticipo) si aspetta comunque una definizione precisa della tempistica degli interventi nella predisposizione del Piano e stime sulla loro efficacia in termini di minor spesa o maggior crescita futura.

Non è questa la sede per una valutazione complessiva della riforma (per una discussione più ampia si veda il rapporto annuale dell'European Fiscal Board, 2024). In breve, si può dire che benché peggiorativa della proposta iniziale della Commissione (basata su una logica economica chiara e con effetti differenziati tra paesi, mentre le salvaguardie introdotte successivamente sono *ad hoc* e uguali per tutti i paesi) è comunque migliorativa rispetto al PSC precedente per almeno tre ragioni. Primo, perché consente una programmazione del bilancio sul medio termine che era di fatto impossibile con il PSC precedente. Secondo, perché, anche se con qualche ambiguità, riconosce un ruolo importante agli investimenti (e

⁵ Ci sono però dubbi sul piano legale che questo vincolo possa essere veramente attuato, si veda Pench, 2024.

⁶ Per esempio, Bordignon e Turati (2024) suggeriscono che la spesa sanitaria nella prevenzione potrebbe rientrare facilmente in questa categoria e presentano una serie di stime basate su dati italiani che mostrano come interventi nella

prevenzione potrebbero essere considerati «investimenti» nel senso che a fronte di una maggior spesa attuale conducono a minore spesa o a maggior crescita in futuro (all'interno del periodo coperto dal Piano). Da notare che queste stime sono effettuate usando il costo medio del debito italiano per scontare al presente i benefici degli interventi e confrontarli con i costi.



le riforme) nel sostenere la crescita, introducendo un “premio” (sotto forma di un percorso più moderato di aggiustamento) a chi si impegna in quella direzione. Terzo, perché nonostante la Commissione continui a guidare il processo (con la predisposizione di traiettorie di riferimento), la riforma aumenta la titolarità nazionale dei paesi sul PSC; il Piano è formulato dagli stessi paesi, non è il risultato di un’imposizione esterna. Naturalmente, più che di conseguenze necessarie, si tratta piuttosto di *opportunità* offerte ai paesi dalla riforma; sta a questi decidere se coglierle.

Il problema vero della riforma è che nonostante il nome altisonante con cui viene presentata nei documenti ufficiali (una “nuova governance europea”) si tratta in realtà *solo* di una riforma delle regole fiscali. Manca qualunque riferimento ad una *capacità fiscale comune* che possa consentire di affrontare collettivamente shock simmetrici o asimmetrici (con, per esempio, l’introduzione di un meccanismo europeo di assicurazione contro la disoccupazione) oppure ancora più fondamentalmente offrire *beni pubblici europei* che non possono essere offerti efficacemente a livello nazionale (dalla difesa, alla politica industriale, al finanziamento del Green Deal e della transizione digitale). Nella logica del nuovo PSC, come di quello precedente, ogni paese è una monade; problemi collettivi o potenziali effetti di *spillovers* sono esclusi per definizione.

In assenza di progressi verso una maggiore integrazione e dello spostamento di competenze di spesa verso le istituzioni europee, questo è preoccupante non solo in prospettiva, ma anche per l’impatto che avrà l’introduzione della riforma nel breve-medio termine. C’è il rischio che l’attivazione simultanea del nuovo PSC nei principali paesi europei conduca ad una spinta

recessiva di cui non si sentiva il bisogno, soprattutto nella situazione attuale di debolezza congiunturale dell’Europa (che però nasconde problemi strutturali più profondi, indotti dal nuovo scenario geo-politico). Il problema non è tanto l’Italia, la cui priorità resta la riduzione del debito, ma quello di altri paesi in condizioni finanziarie migliori che la riforma spingerà comunque ad un rapido consolidamento fiscale (a cominciare dalla Germania, anche per i propri vincoli costituzionali interni).

Naturalmente, la Commissione non ha sollevato il tema della *common fiscal capacity* nella sua proposta di riforma perché sapeva che altrimenti questa non sarebbe stata approvata per l’opposizione di diversi paesi a maggiori forme di integrazione e/o a sistemi comuni di finanziamento⁷. Ma il dibattito è tutt’altro che concluso (Bordignon, 2024), come mostrano i Rapporti Draghi (sulla competitività) e Letta (sul mercato comune) che chiedono entrambi una maggiore integrazione (anche sostenuta da debito comune se necessario) per affrontare questi problemi collettivi. La recente rielezione di Donald Trump alla presidenza degli USA rende questi problemi, se possibile, ancora più urgenti.

2. La situazione della finanza pubblica italiana

Per inquadrare il Piano presentato dall’Italia e valutarne le conseguenze, è utile partire dalla situazione attuale della finanza pubblica italiana. Tra le ragioni del (lieve) ritardo con cui il Piano è stato presentato, c’è stato soprattutto il fatto che il governo ha voluto aspettare la pubblicazione formale (avvenuta il 23 settembre 2024) della revisione della contabilità pubblica effettuata dall’ISTAT (2024) alla luce dei nuovi criteri

⁷ Si ricorda che sulla base dell’accordo preso nel 2020, il debito comune acceso dal 2021 per sostenere i paesi con il NgEu dovrebbe essere

completamente rimborsato (e non più emesso) a partire dal 2027. Si vedrà se andrà davvero così.

metodologici di Eurostat. Come era atteso, la revisione ha messo i conti pubblici italiani in una luce più favorevole rispetto a quanto stimato in precedenza. In particolare, l'ISTAT ha rivalutato al rialzo la crescita del Pil italiano avvenuta negli ultimi anni (oltre a rivederne la composizione settoriale); di conseguenza, i parametri europei, come il rapporto tra deficit e Pil o debito e Pil sono tutti stati rivisti al ribasso. La rivalutazione dell'ISTAT si ferma al 2023; ma naturalmente, la revisione ha anche effetti di trascinamento sulle previsioni per gli anni successivi e questa è stata utilizzata come base per le simulazioni effettuate dal governo nel Piano.

Più specificatamente, la rivalutazione dell'ISTAT ha sancito due aspetti importanti e da considerare nella discussione successiva. In primo luogo, si conferma che nel periodo 2019-2023 (cioè, includendo anche l'anno della pandemia) l'Italia è stato tra i grandi paesi europei quello con la crescita reale più elevata. La forte perdita di prodotto subita nel 2020 (-8,2% del Pil, tra le più elevate in Europa) è stata completamente riassorbita già nel 2021. La crescita ha continuato a ritmi elevati ("cinesi") anche nel 2022 (+4,2%), per rallentare solo nel 2023, nel contesto di un più generale rallentamento dell'economia europea. Di conseguenza, nel 2023, l'Italia è riuscita a riassorbire finalmente la "botta" subita a partire dalla crisi finanziaria del 2008, recuperando i livelli di reddito reale che aveva già raggiunto nel 2007. In secondo luogo, lo shock inflazionistico del 2022-23 ha dato una grossa mano ai conti pubblici, per la presenza di uno *snowball effect* particolarmente favorevole (la differenza tra crescita nominale e costo medio del debito, che va però moltiplicata per il livello preesistente del rapporto debito su Pil, molto elevato nel caso italiano). Così, sebbene negli anni tra il 2020 e il 2023, l'Italia abbia sempre presentato disavanzi di bilancio particolarmente elevati (tra il 9,4 e il 7,2% del Pil), indotti anche da

ampi disavanzi primari (tra il 6 e il 3.5% del Pil, a fronte di avanzi primari tra l'1.5 e il 2% del Pil nel decennio precedente la pandemia), il rapporto debito su Pil, che aveva raggiunto il livello record del 154,1% nel 2020 si è ridotto di quasi 20 punti nel 2023, al 134,6%, cioè ad un livello solo lievemente superiore di quanto non fosse nel 2019. Di fatto, e in qualche modo paradossalmente, l'Italia è l'unico tra i grandi paesi europei in cui il debito su Pil non sia cresciuto a seguito dello shock pandemico.

I numeri vanno anche interpretati. Dietro gli elevati disavanzi registrati dall'Italia negli anni tra il 2021 e il 2023 c'è anche la decisione presa da Eurostat di conteggiare i crediti edilizi (e segnatamente, quelli relativi al Superbonus) per competenza piuttosto che per cassa, cioè, considerandoli spesi negli anni in cui vengono attivati, piuttosto che negli anni in cui eserciteranno i loro effetti, sotto forma di detrazioni dalle imposte dovute. Questa decisione ha inflazionato l'indebitamento netto relativo a quegli anni (nel solo 2023, l'Italia ha speso 80 miliardi, o circa il 4% del Pil, per il Superbonus) con l'effetto però di ridurlo negli anni successivi, dopo la definitiva abolizione dell'incentivo (avvenuta nel febbraio 2024). Al contrario, il debito (che è un concetto di cassa) non è stato influenzato dalla componente degli elevati disavanzi del 2021-23 indotti dal Superbonus, ma lo sarà in futuro per via dei mancati pagamenti delle imposte, nonostante i livelli più ridotti di indebitamento. Nello spiegare le decisioni prese dal governo italiano nel Piano e poi successivamente nelle decisioni di bilancio per i prossimi anni, il fatto che il debito su Pil sia comunque destinato a salire nei prossimi 3-4 anni per la *legacy* del Superbonus, nonostante il processo di aggiustamento ipotizzato, gioca un ruolo rilevante. In più, lo *snowball effect*, legato allo shock inflazionistico del 2022-23, si è ormai esaurito e potrebbe anche cambiare segno già a



partire dal prossimo anno, aggravando la situazione.

3. Il Piano italiano di medio termine

3.1 Il quadro macro

Come detto, il Piano, per gli anni 2025-31, prende le mosse dai dati del 2024, come rivisti alla luce della rivalutazione ISTAT fino al 2023. Il quadro per il 2024 presenta un netto miglioramento rispetto alle previsioni del DEF 2024, in larga misura coincidenti con quelle della Commissione nelle *Spring Forecasts* del 2024, che a loro volta sono alla base delle traiettorie tecniche proposte da quest'ultima al paese nel giugno 2024⁸. Limitandosi solo a qualche numero indicativo, l'indebitamento netto nel 2024 è previsto al 3.8% del Pil (dal 7.2% del 2023), il saldo primario già in area positiva (allo 0.1%, a fronte del -3.5% del 2023) e il debito su Pil al 135,8% (si osservi, per le ragioni spiegate in precedenza, già in lieve aumento rispetto al 134,6% stimato da ISTAT per il 2023). Naturalmente, si tratta, per il 2024, solo ancora di stime preliminari, ma considerate realistiche visto il periodo dell'anno su cui sono state formulate (all'incirca coincidenti con la pubblicazione della vecchia NadeF).

Quello che ha stupito molti osservatori (Bordignon e Rizzo, 2024, OCPI, 2024), inclusi i vari enti invitati nelle audizioni parlamentari sul Piano (UPB, Banca d'Italia, etc.) è che questo netto miglioramento è legato soprattutto ad un aumento inatteso delle entrate nel 2024 (per circa 16 miliardi, 14 miliardi di entrate tributarie e 2 miliardi di altre entrate correnti), che sembra sicuro per il 2024 perché

basato su stime dell'Agenzia delle entrate, ma di cui manca ancora una spiegazione precisa (anche se con buona probabilità legata all'inatteso incremento dell'occupazione dipendente nell'anno 2024). Il governo non solo considera queste entrate inattese nelle stime per il 2024 (mentre la prassi per questo tipo di entrate era casomai considerarle a consuntivo) ma assume che l'incremento sia *strutturale* e si mantenga (in percentuale su Pil) anche in tutti gli anni successivi coperti dal Piano. È questo buon andamento strutturale delle entrate, assieme alle stime sull'evoluzione del Pil monetario e gli alti interventi previsti, che consente di finanziare il percorso di spesa netta proposto dal governo (e su cui torniamo).

C'è qui però un elemento strategico che è sfuggito al dibattito (si veda anche Marchionni, 2024). Se queste entrate sono *strutturali* (e considerate come tali dalla Commissione nella sua valutazione del Piano), anche se poi non dovessero realizzarsi in pratica, il governo è titolato a mantenere invariata la spesa netta al livello previsto, senza incorrere in difficoltà sul piano del rispetto delle regole europee. Certo, minori entrate del previsto implicherebbero anche un deficit maggiore del previsto, ma a meno che questo non superi il fatidico 3% delle regole di Maastricht questo non rivela per la sorveglianza europea, che, come già detto (vedi il par.1), si basa *solo* sul rispetto del percorso di spesa netta proposto.

Ma cosa chiedeva la Commissione e cosa prevede il governo nel Piano? Sulla base delle sue stime, la Commissione aveva suggerito al governo una

⁸ Vale la pena forse osservare che queste traiettorie, benché suggerite ai paesi a giugno 2024, vengono rese formalmente pubbliche solo assieme alla presentazione dei Piani nazionali da parte dei diversi paesi. Questo per evitare possibili effetti indesiderati sui mercati finanziari, che avrebbero potuto altrimenti interpretare i suggerimenti delle traiettorie come il "vero" aggiustamento richiesto e ogni

deviazione da queste prevista nel Piano, anche se successivamente approvato dalla Commissione, come un rilassamento rispetto al necessario. In realtà, così non è. Va detto anche che, contro tutte le aspettative, l'embargo ha funzionato; le traiettorie per l'Italia (come per altri paesi) non sono circolate sulla stampa e sui social fino alla presentazione del Piano italiano a settembre 2024.

crescita della spesa netta pari all'1,6% nel 2025 e nel 2026, per poi ridurla ulteriormente negli anni successivi (con una media nel periodo 2025-2031 pari all'1,5% all'anno). Come già detto, queste stime della Commissione si basavano su una fotografia della situazione finanziaria relativa all'anno di riferimento, il 2024, come nota ad aprile 2024, cioè con dati peggiori di quanto risulta sulla base della rivalutazione ISTAT e delle sue estensioni al 2024. Tant'è che lo stesso documento del governo presenta una simulazione, basata sulla metodologia della Commissione ma con i nuovi dati per il 2024 (come noti a settembre 2024), dove si osserva che il percorso della spesa netta richiesta per ottenere gli stessi risultati è decisamente più morbida, con un tasso di crescita della spesa netta pari al 2,3 -2,2% nel 2025 e 2026 e una crescita complessiva nel periodo 2025-31 pari all'1.9%.

Per riassumere, il governo italiano avrebbe potuto ragionevolmente chiedere, alla luce dei nuovi dati certificati da ISTAT, un percorso di aggiustamento più moderato di quanto richiesto dalla Commissione a giugno. Ha fatto esattamente il contrario. Ha tenuto l'obiettivo originario della crescita della spesa netta media annua nel periodo (+1.5%) ed ha accelerato il processo di aggiustamento, impegnandosi a contenere la crescita della spesa netta all'1.3% nel 2025 (mentre la Commissione chiedeva l'1.6%) e all'1.6% nel 2026 (lo stesso della Commissione, ma su una base di partenza più bassa). La ragione è che l'obiettivo dichiarato dal governo è uscire dalla procedura di infrazione già nel 2026 (riportando il deficit su Pil sotto il 3%), mentre con la proposta della Commissione avrebbe raggiunto lo stesso obiettivo solo nel 2029 o nel 2030.

Si tratta di una scelta pesante, ma che non si può non condividere. Come già detto, nonostante il processo di aggiustamento ipotizzato, il rapporto debito su Pil continuerà a salire nei prossimi anni (dovrebbe ricominciare a scendere solo dal 2027, con il venir meno degli effetti del Superbonus, riportandosi a fine periodo allo stesso livello del 2023)⁹ e in questa situazione era dunque importante dare un segnale forte ai mercati e alle agenzie di rating (che infatti applaudono, con uno spread in riduzione). Più in generale, un tema che sembra difficile far passare nell'opinione pubblica, con un debito così elevato come quello italiano, politiche espansive, ma che non sono considerate sostenibili dai mercati, hanno effetti immediatamente negativi sul premio di rischio e quindi sullo spread sui titoli di stato. E l'aumento dello spread non influenza solo i conti pubblici, ma anche il settore privato perché il tasso di interesse sui titoli pubblici influenza anche i tassi a cui viene concesso il credito dalle banche a imprese e famiglie. In sostanza, l'Italia si trova quasi in una perversa situazione di "austerità espansiva"; se il governo raggiunge i suoi obiettivi di bilancio otterrà probabilmente effetti più espansivi sull'economia che se avesse varato un Piano meno rigoroso.

Guardando invece al medio periodo, quello che si propone il governo con il Piano è riportare l'avanzo primario (strutturale), ora stimato attorno a - 0.5% del Pil, al 2.2% del Pil nel 2029 e al 2.7% nel 2031 con una correzione di circa 3 punti complessivi. L'avanzo primario che si conseguirebbe nel 2029 non è molto diverso da quanto l'Italia ha conseguito storicamente nel periodo precedente alla crisi pandemica. Ma mentre l'Italia in quel periodo non è riuscita a ridurre il debito, solo a

⁹ Se ci si domanda come l'incremento del debito sia coerente con le "salvaguardie" introdotte nella riforma, che viceversa richiedono una riduzione media di un punto all'anno del debito su Pil durante

l'esecuzione del Piano, va ricordato che fino al 2026 l'Italia si troverebbe sotto procedura e in EDP il vincolo sulla riduzione del debito non è attivo.



stabilizzarlo, per la caduta della crescita reale (le due grandi crisi degli anni 2000) e la bassa crescita nominale (l'inflazione nell'area euro è rimasta inferiore all'1% per anni), con la crescita nominale annuale ora prevista nel Piano, in linea con le stime della Commissione (cioè, attorno al 3%, 2 punti di inflazione, 1 punto di crescita reale), un avanzo primario di 2-2,5% è sufficiente a mettere il rapporto debito su Pil su un percorso stabilmente decrescente, purché i tassi di interesse (cioè lo spread) sul debito restino moderati. In effetti, benché di questo non vi sia traccia nelle stime del Piano, il Ministro dell'economia ha più volte dichiarato che il suo obiettivo è quello di far scendere lo spread italiano (dai circa 120-130 punti attuali) verso il livello spagnolo (che ormai coincide con quello francese) o almeno sotto i 100 punti. Questo non solo garantirebbe una più rapida riduzione (o un minor aumento) del debito, ma libererebbe risorse per sostenere altre spese più utili del pagamento degli interessi.

Non è chiaro se l'obiettivo sia raggiungibile. Tuttavia, è viceversa assai improbabile che lo spread possa aumentare se il governo mantiene gli impegni nei prossimi anni (senza contare, che vista la situazione macroeconomica, la BCE accelererà probabilmente il percorso di riduzione dei tassi di interesse di policy, così riducendo gradualmente anche il costo del debito italiano e più in generale gli spread dei paesi ad alto debito). Inoltre, un tema dimenticato dal dibattito, il rispetto dei vincoli previsti da un paese quando in EDP è una condizione facilitante per l'attivazione del TPI (*Transmission Protection Instrument*) da parte della BCE. Indipendentemente dal fatto che lo strumento sia più o meno usato, in ogni caso una decisione autonoma della BCE, la sua più facile

possibile attivazione rappresenta comunque una forma di ulteriore assicurazione per gli investitori. C'è un secondo aspetto che merita osservare. Nel formulare il Piano, il governo (verosimilmente in accordo con gli organismi europei dato che durante l'estate si è svolto un serrato dialogo tecnico tra Mef e Commissione) ha bypassato la metodologia della Commissione per il calcolo della spesa netta ed ha usato invece i suoi usuali strumenti di previsione per il quadro macroeconomico (il modello econometrico del MEF), validati per il quadro a legislazione vigente dall'UPB (Ufficio Parlamentare di Bilancio). Questo è un punto importante. Primo, perché benché non previsto dalla nuova legislazione, si era temuto che le traiettorie di riferimento della Commissione diventassero eccessivamente vincolanti per i paesi, così riducendo gli aspetti di titolarità nazionale del Piano. Il caso italiano sembra confermare che così non sia. Secondo, perché la metodologia della Commissione impone una serie di ipotesi tecniche comuni a tutti i paesi, ma in quanto tali non valide per ciascun paese. Utilizzando i propri modelli, il MEF ha evidentemente convinto la Commissione della superiorità delle stime nazionali, almeno in questo caso¹⁰.

Un ultimo punto da rimarcare per spiegare le scelte del governo nel Piano. Come più volte ricordato, da giugno 2024 l'Italia è sotto procedura di disavanzo eccessivo. Differentemente dal passato, la Commissione ha deciso di non suggerire un percorso di rientro ai paesi simultaneamente alla dichiarazione di EDP, ma di verificare ex post, al momento della presentazione del Piano da parte dei governi in procedura, se la correzione dei conti rispetta i vincoli previsti dalla normativa europea nel periodo in cui il paese è in

¹⁰ Specificatamente, il moltiplicatore usato dal MEF per stimare gli effetti dell'aggiustamento sulla crescita allo 0.35% è meno della metà di quello

standard usato dalla Commissione per tutti i paesi, 0.75%

EDP¹¹. Questi vincoli richiedono una riduzione del deficit complessivo pari ad almeno lo 0.5% del Pil negli anni in cui un paese è in EDP. Durante la contrattazione tra i paesi sulla riforma si è però stabilito (su precisa insistenza italiana) che questo vincolo facesse riferimento solo al deficit primario, escludendo gli interessi, fino al 2027. Il percorso proposto dal governo soddisfa pienamente questo vincolo sul primario.

Infine, va ricordato che, per quanto il Piano sia di durata settennale¹², anche se l'attuale governo sopravvive fino al 2027, in quell'anno ci saranno comunque le elezioni politiche e dunque un nuovo governo, dello stesso o di diverso orientamento politico. Il nuovo governo presenterà un nuovo Piano, che terrà conto della situazione economica di allora. È del tutto possibile, se il processo di aggiustamento accelerato scelto dall'attuale governo, maggiore anche di quanto richiesto dalla Commissione, avrà successo, che il nuovo Piano, per i cinque o sette anni successivi, sarà meno restrittivo di quello ora proposto.

3.2 Le riforme e gli investimenti

Se il quadro macroeconomico proposto nel Piano per i prossimi 2-3 anni (il vero periodo di validità del Piano, come ricordato in precedenza) è nel complesso convincente (anche se non necessariamente delle politiche per raggiungerlo, si veda il prossimo paragrafo), non così la parte propositiva relativa alle riforme e agli investimenti che pure sono funzionali alla richiesta di un

allungamento a sette anni del processo di aggiustamento. Il governo qui si propone di approfondire politiche già iniziate e/o previste nel PNRR, in particolare su 1) Giustizia, 2) Sistema tributario 3) Ambiente imprenditoriale 4) Pubblica amministrazione 5) Programmazione spesa pubblica. Tutte buone intenzioni, ma come discusso da molti (e.g. Pisauro, 2024, Zanardi, 2024, Bordignon, 2024, Bordignon e Rizzo, 2024) il Piano è molto vago, privo delle previsioni quantitative e delle tempistiche richieste dalla Commissione¹³.

Al di là delle scelte politiche in sé e per sé (su cui si può essere o meno d'accordo ma che rientrano tutte nell'ambito dell'autonomia politica dell'attuale governo), la vaghezza del Piano non consente di fare chiarezza sulla situazione dei conti pubblici, dire quali sono i rischi e le opportunità per il paese nel futuro e spiegare in questo contesto come e perché il paese debba impegnarsi a fare proprio quelle particolari riforme e quegli investimenti, con che aspettative in termini di crescita e di altri obiettivi sociali. Non si capisce per esempio come la crescita per la spesa netta all'1.5% assunta dal governo per i prossimi sette anni sia compatibile con l'evoluzione prevista della spesa pensionistica (che cresce come il Pil nominale e che da sola copre 1/3 della spesa primaria) né dove arriveranno i soldi per tutto il resto (sanità, difesa, investimenti, revisione contratti, etc.) in una situazione oltretutto di costanza o riduzione della pressione fiscale. È molto probabile che così

¹¹ La decisione della Commissione, per quanto comprensibile allo scopo di evitare di interferire sulla titolarità nazionale dei Piani presentati dai paesi, suscita perplessità, perché confonde due piani, il braccio "preventivo" e quello "correttivo" del PSC che concettualmente e legalmente sono e dovrebbero restare distinti. Si veda la discussione in EFB, 2024.

¹² In realtà per essere precisi, da un punto di vista tecnico, il Piano è sempre di cinque anni. Con

l'allungamento ai 7 anni, viene esteso meccanicamente ai due anni finali usando le stime della Commissione.

¹³ Tant'è che quest'ultima, che al momento di scrivere deve ancora approvare il Piano, è già intervenuta chiedendo maggiori chiarimenti, inducendo il governo ad aggiungere un'appendice, l'appendice VI, al testo ora scaricabile dal sito del MEF, con qualche maggiore indicazione temporale in merito all'attuazione prevista delle riforme.



facendo il Piano sia apparso, all'opinione pubblica come agli stessi parlamentari, più che altro un esercizio contabile senza grande rilevanza concreta, piuttosto che come un impegno effettivo preso dal paese per i prossimi anni. Un elemento aggravato, come ricordato nell'introduzione, dallo scarso tempo a disposizione per dibatterlo, con il Piano che per i ritardi nell'approvazione della riforma è stato presentato a ridosso della sessione di bilancio. Si è così certamente persa un'occasione importante di dibattito pubblico.

4. Il DPB e la manovra di bilancio per il 2025

Non c'è qui lo spazio per discutere in dettaglio anche il Documento Programmatico di Bilancio (DPB, 2024) e la legge finanziaria per il 2025 (con anche qualche differenza rilevante tra i due; si veda Bordignon, Rizzo, Secomandi, 2024), attualmente in discussione alla Camera. In breve, entrambi i documenti riprendono gli obiettivi macroeconomici del Piano, articolandone le proposte e le coperture. Sulla base dell'ipotesi, come già ricordato, che le maggiori entrate registrate nel 2024 si mantengano e consolidino negli anni successivi, l'indebitamento netto a legislazione vigente (che dunque non considera gli interventi finanziati solo per il 2024) è stimato al 2.9% del Pil nel 2025, al 2,1% nel 2026 e all'1.5% nel 2027. Con la manovra per il 2025, il governo intende peggiorare questo indicatore (cioè, fare più deficit) portandolo al 3.3% del Pil nel 2025 (comunque in riduzione rispetto al 3.8% stimato per il 2024) per poi raggiungere il 2.8% nel 2026 (e così uscire dalla EDP). Il peggioramento del deficit nel 2025 libera circa 9 miliardi. Con queste risorse e le altre coperture il governo intende fare essenzialmente due cose:

1) rendere *strutturali* (cioè, confermare per gli anni successivi) gli interventi introdotti solo per il 2024 su aliquote Irpef e costo del lavoro (agendo però invece che sui contributi previdenziali,

sull'imposta sui redditi, a costo di complicarla ulteriormente). Questo costa (anche al netto di un tetto imposto sulle detrazioni Irpef per i redditi sopra i 75,000 euro, calibrato sulla base dei figli a carico) oltre 17 miliardi nel solo 2025;

2) mantenere la spesa sanitaria più o meno *costante* sul Pil, mentre tutto il resto (eccetto la spesa per la difesa) deve crescere meno del Pil monetario (stimato in crescita del 3% nel 2025) per mantenere l'obiettivo generale dell'1.3% di crescita della spesa primaria netta. Per raggiungere l'obiettivo sulla sanità, il governo aggiunge al finanziamento del Fondo Sanitario per il 2025 altri 1,3 mld che si aggiungono ai 1,5 miliardi in più già stanziato per quell'anno.

Per finanziare tutto questo (più una pluralità di piccoli interventi, come il supporto alla maternità) il governo intende far ricorso ad

1) un prestito triennale da banche e assicurazioni (conteggiato però come maggiori entrate tributarie), per circa 3,2 mld;

2) l'azzeramento del fondo per la riforma fiscale (5,6 mld);

3) pochi interventi sparsi sul sistema tributario (web tax, sugar tax, giochi, rivalutazioni partecipazioni e plusvalenze, riduzione detrazioni Irpef per gli immigrati) per poco più di 1 miliardo;

4) tagli pesanti agli enti locali, ai ministeri (tranne Sanità e Difesa) e a enti esterni alla PA (Anas, Rfi etc.) per circa 12 miliardi netti, un combinato di riduzione degli stanziamenti (con tagli lineari e blocchi al turnover) e mancato rifinanziamento di programmi di spesa preesistenti.

5) tra gli interventi rilevanti in copertura va anche ricordato che a seguito di una decisione della Commissione, è stata abolita a partire dal prossimo anno la decontribuzione per gli assunti al Sud, per cui erano stati già stanziati 5,3 miliardi nel 2025. Il governo lo ha sostituito con un'altra agevolazione per il Sud, questa volta in linea con la disciplina europea in materia di aiuti di stato, ma

per questo intervento ha stanziato solo 2,45 miliardi. I restanti tre miliardi sono andati a coprire l'insieme della manovra.

Molte coperture appaiono discutibili. Bisognerà vedere se i tagli massicci alla spesa pubblica sono davvero fattibili e con che conseguenze in termini di servizi offerti alla popolazione e di funzionamento della Pubblica Amministrazione, che d'altra parte, nella sezione riforme del Piano, il governo vorrebbe viceversa efficientare anche prevedendo stipendi più elevati per accrescere le competenze mancanti. Per le entrate, oltre al già ricordato problema sull'ipotesi del mantenimento nel futuro delle entrate addizionali osservate nel 2024, molte non sono permanenti, a cominciare dal prestito dalle banche che dovrà essere restituito a partire dal 2027.

In termini più generali, la manovra appare poco ambiziosa, solo tesa a confermare quanto fatto in termini di riduzioni di carico fiscale nel 2024, con scarso interesse a guardare al futuro e allo sviluppo del paese. Si salva per esempio (un po') la sanità, ma si taglia la spesa per la scuola e per l'università, che viceversa rappresentano investimenti sul futuro. C'è poco anche per affrontare il problema della transizione di una buona parte del sistema industriale italiano, a cominciare dal settore *automotive*, in grave difficoltà per i noti problemi geopolitici.

Alla luce delle pur timide esternazioni settembrine del ministro dell'Economia sulla necessità di fare "sacrifici" (leggi, aumentare le tasse a qualcuno o su qualcosa) si è avuto l'impressione che il

Ministro considerasse anche questa opzione per allargare i cordoni della borsa. L'immediata levata di scudi dell'intera maggioranza («noi siamo il governo che non aumenta le tasse») lo ha costretto ad un rapido ripensamento, trovando le coperture quasi esclusivamente sul lato della spesa¹⁴.

Del resto, il governo attuale è un governo di centro-destra, e la ricetta fondamentale di questo orientamento politico per sostenere la crescita (da Reagan in poi) è sempre stata quella di ridurre le tasse. Casomai è interessante che questa volta l'intervento si sia esteso anche a componenti importanti del lavoro dipendente¹⁵, invece di concentrarsi sulle categorie tradizionali di riferimento delle forze politiche della maggioranza come le imprese o il lavoro autonomo (quest'ultimo del resto già ampiamente sostenuto con *flat tax*, concordati e condoni). Ci sono perfino indicazioni nella legge di bilancio (interazione completa tra pagamenti elettronici e certificati fiscali, deducibilità dei rimborsi spesa solo a fronte di pagamenti tracciabili, vincoli all'uso di macchine aziendali etc.) che il governo sia intenzionato a prendere più sul serio la lotta all'evasione e all'elusione fiscale. È possibile che nonostante i comportamenti passati anche l'attuale governo si sia convinto della necessità di ridurre l'evasione fiscale per recuperare risorse in una situazione in cui queste sono e rimarranno scarse. Si tratterebbe di una novità interessante.

¹⁴ Da questo punto di vista è interessante il confronto tra il DPB che prevedeva oltre tre miliardi da altre entrate e la proposta di legge di bilancio dove questa voce è stata ridotta a 1,2 miliardi. Per una discussione si vedano Bordignon, Rizzo, Secomandi, 2024.

¹⁵ Per l'esattezza, l'intervento di fiscalizzazione degli oneri sociali era stato introdotto inizialmente dal governo Draghi nel 2022, presentandolo però come

un intervento temporaneo a sostegno dei redditi dei lavoratori dipendenti medio-bassi, in un momento di forte crescita dell'inflazione e contratti ancora da rinnovare. Il governo Meloni lo ha prima mantenuto e poi ampliato nel 2024, forse inopinatamente. Ma da un punto di vista politico non era possibile non confermarlo per gli anni successivi, perché questo avrebbe comportato una perdita di reddito per una fascia ampia di contribuenti.



5. Conclusioni

La prima applicazione del nuovo PSC è stata nel complesso deludente, per la verità non solo in Italia. Complice anche la fretta con cui è stata applicata la riforma, quello che doveva essere il cuore del nuovo sistema, il Piano di Medio Termine, come fonte di dibattito pubblico e di impegno per il futuro, si è rilevato poco più che un esercizio contabile, presto dimenticato nella discussione pubblica. Il complesso di riforme e investimenti che doveva giustificare la richiesta di allungamento del percorso di consolidamento rappresenta nel Piano italiano poco più che una dichiarazione di intenti, senza connessioni con la probabile evoluzione della finanza pubblica futura e quindi senza la capacità di mettere in evidenza i necessari trade-off. È possibile che questi problemi siano dovuti alla complicata transizione tra i due sistemi di regole e alla novità dello strumento di programmazione, ma la prima applicazione non fa certo ben sperare.

D'altra parte, l'applicazione nel contesto italiano (assumendo che il Piano venga approvato dalla Commissione) è servita anche a chiarire meglio i rapporti tra governi e istituzioni europee a seguito della riforma. Mentre c'era la preoccupazione diffusa che con le sue traiettorie tecniche la Commissione di fatto svilisse l'assunta maggior titolarità nazionale del Piano per i paesi membri, il caso italiano suggerisce il contrario. Il governo ha formalmente rispettato le indicazioni della Commissione sui 7 anni per la crescita della spesa netta (ben sapendo, tuttavia, che la durata dell'attuale Piano si estende in realtà solo fino al 2027) ma ha modificato il percorso di aggiustamento e utilizzato i propri strumenti di programmazione per stimare gli effetti degli interventi, prescindendo del tutto dalla metodologia della Commissione. Difficile essere più titolari di così.

La finanza pubblica italiana resta molto fragile, nonostante gli inattesi progressi certificati da ISTAT negli ultimi quattro anni. Bene ha dunque fatto il governo ad accelerare l'aggiustamento, dandosi come obiettivo l'uscita dalla procedura per deficit eccessivi già nel 2026 invece che nel 2029-30, come suggerito dalla stessa Commissione. Ma le coperture della manovra appaiono dubbie e nel complesso difficili da considerare permanenti, nonostante debbano sostenere interventi strutturali. Più in generale, la manovra appare di corto respiro, tesa solo a garantire quanto già approvato nel 2024, piuttosto che a guardare al futuro. D'altra parte, questa visione orientata al breve termine è una caratteristica del dibattito pubblico italiano, indipendentemente dagli orientamenti politici.



Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2024) "Audizione sulla manovra di bilancio per il triennio 2025-27"
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2024/Brandolini_audizione_05112024.pdf
- Bordignon M. (2024) "Scelte difficili all'orizzonte"
<https://lavoce.info/archives/106046/sui-conti-pubblici-scelte-difficili-allorizzonte-discutiamone/>
- Bordignon M. e Rizzo L. (2024) "Nel Piano tante buone intenzioni ma pochi numeri"
<https://lavoce.info/archives/106021/nel-piano-tante-buone-intenzioni-ma-pochi-numeri/>
- Bordignon M., Rizzo L. e Secomandi R. (2024) "Le sorprese della manovra"
<https://lavoce.info/archives/106222/le-sorprese-della-manovra/>
- Bordignon M. (2024) «Perché il Rapporto Draghi non è solo un libro dei sogni»
<https://lavoce.info/archives/105721/perche-il-rapporto-draghi-non-e-solo-un-libro-dei-sogni/>
- Bordignon M. e Turati G. (2024) "Spending for preventive healthcare and EU fiscal rules. Is there more room after the SGP reform?" mimeo, Università Cattolica.
- Draghi M. (2024) "The future of European competitiveness"
https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en
- European Fiscal Board (2024) "Annual Report"
https://commission.europa.eu/publications/2024-annual-report-european-fiscal-board_en
- ISTAT (2024) "Revisione delle stime di contabilità pubblica"
https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/09/COMUNICATOCONFERENZAREVISIONECONTINAZIONALI_settembre2024.pdf
- Letta E. (2024) "Much more than a market"
<https://institutdelors.eu/en/publications/much-more-than-a-market/>
- Marchionni E. (2024) "L'ultimo Tesoretto"
<https://lavoce.info/archives/106066/lultimo-tesoretto/>
- MEF (2024) "Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine"
https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/psb_2024/Piano-strutturale-di-bilancio-e-di-medio-termine-Italia-2025-2029.pdf
- MEF (2024) "Documento Programmatico di Bilancio per il 2025"
https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSI/ONE-I/Attivit--i/Contabilit_e_finanza_pubblica/DPB/2025/DPB-2025.pdf
- OCPI (2024) "La vera manovra 2025-27: cosa è chiaro e cosa resta incerto"
<https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-la-vera-manovra-2025-27-cosa-e-chiaro-e-cosa-resta-incerto>
- Pench L. (2024) "Three risks that must be addressed for new European Union fiscal rules to succeed"
<https://www.bruegel.org/policy-brief/three-risks-must-be-addressed-new-european-union-fiscal-rules-succeed>
- Pisauro G. (2024) "Un tema ancora da svolgere"
<https://lavoce.info/archives/106019/piano-strutturale-di-bilancio-un-tema-ancora-da-svolgere/>
- UPB (2024) "Audizione sul Piano strutturale di bilancio di medio termine"
https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2024/10/UPB_Audizione-PSB-2025-29.pdf
- UPB (2024) "Audizione sul disegno di legge di bilancio per il 2025 (C.2112.bis)"
https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2024/11/UPB_Audizione-DDL-bilancio-2025.pdf
- Zanardi A. (2024) "Resta una visione di corto respiro"
<https://lavoce.info/archives/106076/resta-una-visione-di-corto-respiro/>



3. LA TRUMPONOMICS IN UN MONDO FRAMMENTATO

Rony Hamauj, Marco Lossani ♦

- *Negli ultimi vent'anni il mondo è apparso sempre più frammentato.*
- *Eppure, sinora l'economia, il commercio e la finanza internazionale hanno mostrato una straordinaria resilienza.*
- *L'arrivo di Trump alla Casa Bianca con le sue politiche nazionalistiche e negazioniste, potrebbero rappresentare il classico serpente in paradiso di keynesiana memoria.*

Introduzione

Il mondo appare sempre più conflittuale, frammentato ed instabile. Secondo una vastissima letteratura economica queste maggiori tensioni geopolitiche dovrebbero portare ad una riduzione dei commerci internazionali, della crescita economica, degli investimenti, della diffusione della tecnologia e ad una maggiore inflazione e instabilità finanziaria.

Eppure, sinora l'economia, il commercio e la finanza internazionale hanno mostrato un incredibile resilienza. Le economie sia dei paesi avanzati che in via di sviluppo hanno continuato a crescere dignitosamente, l'inflazione è stata debellata senza provocare una terribile recessione, il commercio internazionale tiene, pochi paesi emergenti sono finiti in default, mentre i mercati e gli intermediari finanziari hanno mostrato un'ottima performance. Anche i prezzi delle materie prime ed in particolare del petrolio, che sono tipicamente un indicatore delle tensioni politiche, hanno registrato solo una temporanea crescita all'esplosione o all'acuirsi delle tensioni poi rapidamente rientrata. Quali sono le ragioni di questa stabilità e soprattutto quanto è destinata a durare?

L'arrivo di Trump alla Casa Bianca, con il suo programma basato su tariffe al commercio, lotta

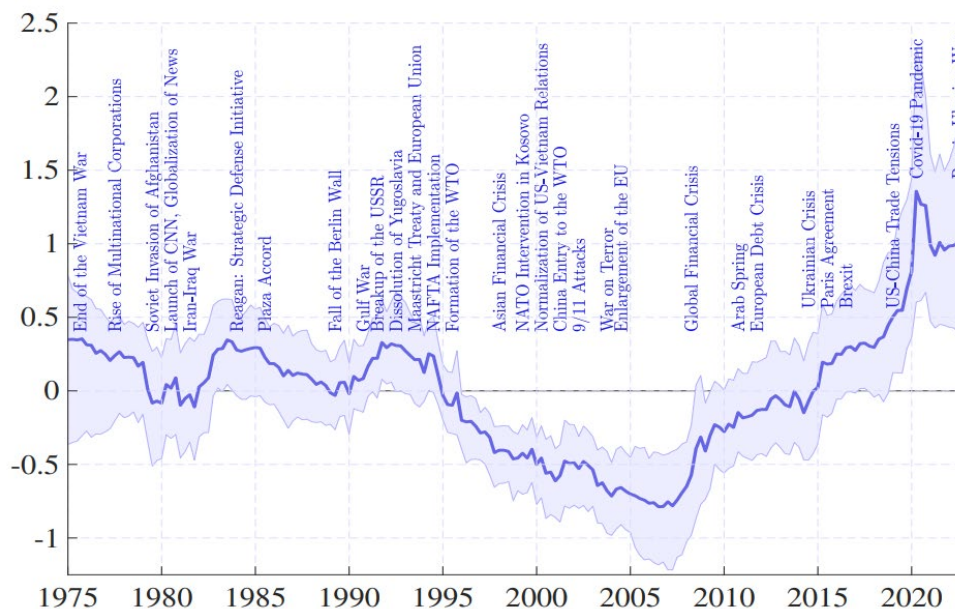
all'immigrazione, totale insensibilità alle politiche ambientali, isolazionismo e negazione del multilateralismo potrebbe diventare il classico serpente in paradiso di keynesiana memoria.

1. La crescente frammentazione e la stima dei suoi effetti

La FIG. 1 mostra l'andamento nell'ultimo mezzo secolo di un indicatore sintetico della frammentazione internazionale costruito recentemente da Fernandez-Villaverde, Mineyama e Song (2024). Quest'ultimo, dopo una sostanziale stabilità durata fino all'inizio degli anni Novanta, registra una significativa riduzione, in coincidenza con la caduta del muro di Berlino, la dissoluzione dell'Unione Sovietica, la firma del trattato di Maastricht, l'implementazione del NAFTA (North American Free Trade Agreement) e la creazione del WTO (World Trade Organization). Il trend discendente durerà più di vent'anni. Tuttavia, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008 l'indicatore di frammentazione comincia a risalire, toccando valori mai prima raggiunti in occasione della guerra commerciale iniziata da Trump, la crisi pandemica e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

FIG. 1 - Indicatore sintetico della frammentazione mondiale



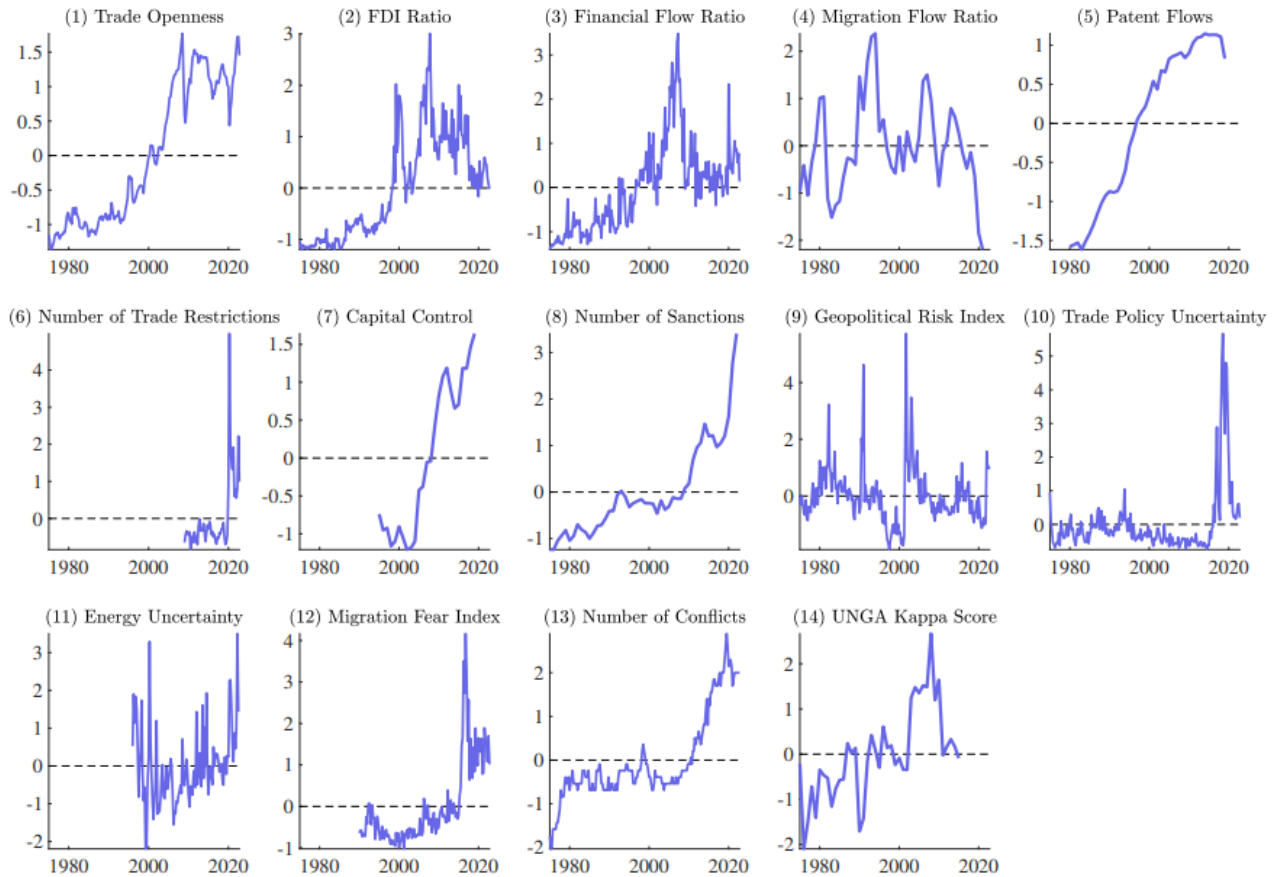
Fonte: Fernández-Villaverde, Mineyama e Song (2024)

Alla base dei movimenti dell'indicatore sintetico, costruito attraverso un modello fattoriale, gli autori considerano 14 variabili proposte dalla letteratura economica, fra cui il commercio internazionale, gli investimenti diretti e di portafoglio esteri, i flussi migratori, i brevetti internazionali, le restrizioni commerciali e ai movimenti di capitale, un indice di rischio geopolitico, commerciale, ed energetico, il numero di conflitti internazionali, le sanzioni imposte e la

distribuzioni dei voti all' l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite. Ovviamente queste variabili presentano andamenti non perfettamente correlati fra loro. Tutte mostrano, tuttavia, un drastico peggioramento negli ultimi 15 anni. Unica parziale eccezione è la quota del commercio internazionale (esportazioni + importazioni / Pil mondiale) che smette di crescere, ma non conosce una vera caduta, tant'è che alcuni economisti parlano di "Slowbalisation (FIG. 2)¹.

¹ Per un'analisi approfondita dei flussi di commercio si veda Subramanian, Kessler e Properzi (2023).

FIG. 2 - Indicatori di frammentazione

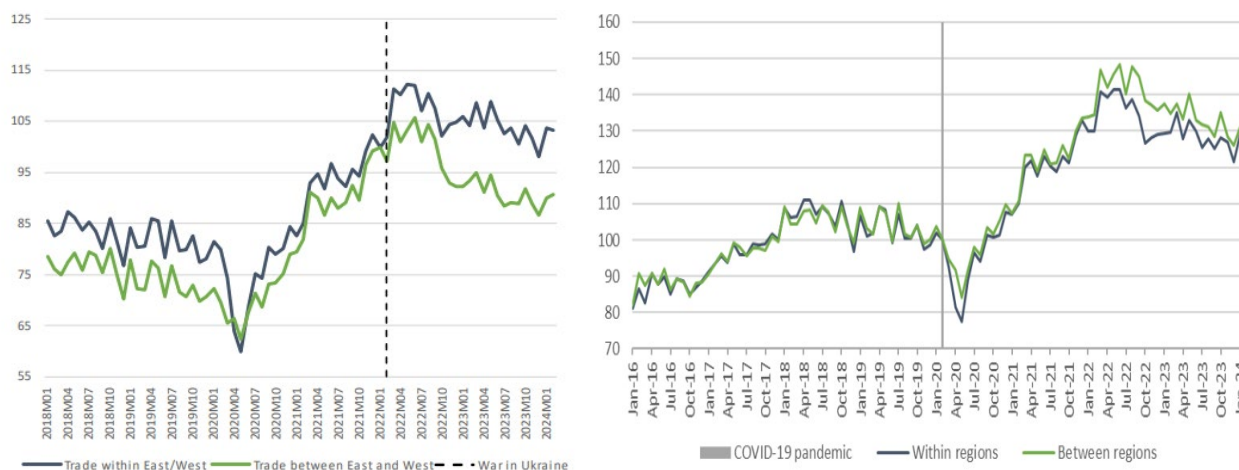


Fonte: Fernández-Villaverde, Mineyama e Song (2024)

Più in dettaglio un recente lavoro di Blanga-Gubbay e Rubínová (2023) trovano, stimando un modello gravitazionale, che a partire dalla guerra in Ucraina il commercio internazionale ha mostrato chiari segni di *friend shoring* (i flussi di beni e servizi fra paesi appartenenti a blocchi geopolitici diversi sono cresciuti del 4% meno dei

flussi dei paesi appartenenti allo stesso blocco) mentre non si osservano segni di regionalizzazione o *near-shoring* (i paesi più vicini dopo la pandemia non commerciano fra loro più dei paesi più lontani). Un'analisi settoriale mostra, poi, come fenomeni di *friend shoring* sono più evidenti nei beni meno complessi (vedi FIG. 3)

FIG. 3 - Commercio internazionale fra paesi appartenenti allo stesso blocco e a blocchi diversi vicini geograficamente



Fonte: Blanga-Gubbay e Rubínová (2023)

L'analisi economica suggerisce poi che ognuna delle variabili che sta alla base dell'indicatore sintetico di frammentazione possa influenzare la crescita economica in diversi modi e attraverso differenti canali. Ad esempio, la riduzione del commercio internazionale provocata da tariffe e sanzioni, diminuirebbe la specializzazione internazionale, l'efficiente allocazione delle risorse, le economie di scala, la competizione internazionale, la moderazione dei prezzi ecc. La caduta dei flussi di capitale e degli investimenti diretti all'estero ridurrebbe, invece, la diffusione della tecnologia e lo sfruttamento di risorse naturali ed umane. L'aumento del costo delle materie prime e della loro volatilità si trasmette rapidamente sui prezzi degli altri beni e genera inflazione e recessione. Le restrizioni alla migrazione transfrontaliera priverebbero le economie ospitanti di competenze preziose, riducendo al contempo le rimesse alle economie di origine dei migranti. Le tensioni geopolitiche, infine, contribuirebbero ad aumentare l'incertezza riguardo le politiche future e gli investimenti,

mentre il declino della cooperazione internazionale metterebbe a rischio la fornitura di beni pubblici vitali a livello globale.

Le stime econometriche hanno, in effetti, mostrato come un aumento dell'indice sintetico della frammentazione provochi una caduta della crescita mondiale, della produzione, degli investimenti e dei corsi azionari. Questi effetti risulterebbero più forti nei confronti dei paesi in via di sviluppo e di quelli che hanno una forte apertura internazionale. Inoltre, i settori più strettamente legati ai mercati globali, come l'industria manifatturiera, la finanza, il commercio, l'informazione, la comunicazione, e i servizi professionali, sarebbero i più colpiti. Infine, l'aumento della frammentazione sembra agire molto più velocemente della sua diminuzione. In altri termini quando si rompe una *supply chain* ci vuole del tempo a ricostruirne un'altra ovvero l'elasticità di sostituzione nel breve periodo risulta più bassa di quella di lungo.

La letteratura economica ha anche cercato di misurare l'impatto di ogni singola variabile e il suo



canale di trasmissione. Un recente lavoro di rassegna della letteratura scientifica esistente conclude che le stime dei costi della frammentazione variano notevolmente². A seconda delle ipotesi, il costo della frammentazione del commercio sul pil mondiale varia dallo 0,2% fino al 7% del PIL in uno scenario di frammentazione grave. Con l'aggiunta del disaccoppiamento tecnologico, la perdita del prodotto mondiale potrebbe raggiungere l'8-12%. Le perdite delle economie dei paesi emergenti, infine, sarebbero più alte.

Cerdeiro, Kamali et al. (2024) distinguono poi due forme di “*de-risking*”: il “*friend-shoring*” in cui il commercio con i paesi rivali viene dirottato ai paesi amici, e il “*reshoring*” in cui si riportano alcune produzioni in ambito domestico. Considerando solo il rapporto fra Cina e paesi OCSE, il ritorno dell'integrazione ai livelli del 2000 si traduce in una perdita a lungo termine del PIL globale del 4,5% con il *reshoring* e all'1,8% con il *friend-shoring*. Questo, poi, non offre necessariamente un vantaggio ai paesi terzi, poiché i benefici della riallocazione degli scambi possono essere ampiamente compensati dalla contrazione dell'attività economica in Cina e nei paesi OCSE (Cerdeiro, Kamali et al., 2024).

La frammentazione infine mette a dura prova il sistema monetario internazionale. La “globalizzazione finanziaria” lascia il posto alla “regionalizzazione finanziaria” e un sistema di pagamento frammentato. Con una minore condivisione del rischio internazionale aumenta la volatilità macroeconomica e le crisi del debito.

2. Il passato non è sempre un buon indicatore del futuro

Ovviamente tutte queste analisi/previsioni si basano su dati, esperienze, modelli e ipotesi teoriche, che possono non rappresentare perfettamente la situazione attuale e soprattutto quella futura. In effetti l'errore capitale di molte previsioni è quella di estrapolare la storia passata. Innanzitutto, oggi, il mondo è diventato molto più grande in termini economici, dato il forte sviluppo registrato negli ultimi decenni in numerose economie un tempo arretrate. Così alcune regioni o raggruppamenti di paesi hanno assunto una dimensione tale da renderle se non auto-sufficienti almeno adeguati a fornire una decente diversificazione ai flussi di importazioni ed esportazioni di beni e servizi. In un mondo diventato sempre più multipolare, poi, le tariffe, le sanzioni, e le guerre diventano molto meno efficaci e rilevanti. L'affievolirsi dell'egemonia occidentale e soprattutto americana permette a molti paesi di modellare le loro supply chain in maniera più flessibile e di offrire diversi sbocchi alle loro esportazioni. Molti paesi più o meno importanti non vogliono allinearsi politicamente e mostrano un atteggiamento pragmatico se non opportunistico in termini di relazioni politico-economiche. È il caso dell'India, del Brasile, della Turchia, ecc.

Oltre alla dimensione geoeconomica il mondo sembra aver acquisito una maggiore flessibilità. Questo sia per ragioni politiche che tecnologiche. Sotto il primo aspetto vale la pena ricordare come oggi quasi tutti i paesi hanno abbracciato la libera iniziativa privata ed abbandonato ideologie di natura socialiste o dirigistiche. Anche negli Stati con regimi autoritari le forze di mercato o meglio un capitalismo più o meno guidato dagli agenti

² Aiyar, Shekhar, Jiaqian Chen, e alt. (2023). Per un libro che sintetizza questi risultati si veda: Aiyar, Presbitero e Ruta (a cura di) (2023).

economici ha preso il posto di sistemi che avevano la pretesa di pianificare il comportamento degli agenti economici. Paesi come la Cina, la Russia, l'Arabia Saudita hanno lasciato ampi spazi di manovra alle forze del mercato.

Sotto l'aspetto tecnologico, la trasmissione delle conoscenze oggi appare più facile da realizzare mentre risulta più difficile da ostacolare la loro diffusione. D'altra parte, la tecnologia oggi permette di superare vincoli una volta impensabili. Si pensi a come l'automazione renda meno importante il lavoro manuale a basso costo o come l'intelligenza artificiale permetta di moltiplicare la produttività di risorse altamente competenti.

In un mondo, che la tecnologia ha reso molto più flessibile, il concetto di materia prima o bene strategico è stato, poi, fortemente messo in discussione. Per inciso ricordiamo che un bene viene definito come "strategico", "vitale" o "critico" quando si pensa che abbia pochi sostituti, ma le alternative esistono quasi sempre, almeno nel lungo termine. In un libro che sarà pubblicato l'anno prossimo, Mark Harrison e Stephen Broadberry, due studiosi britannici, usano una teoria formulata per la prima volta negli anni '60 da Mancur Olson, in cui si spiegava come il concetto di merce strategica è un'illusione.

La lezione di Olson è che il costo imposto a coloro che perdono l'accesso a una risorsa "strategica", per quanto fondamentale, non sia il crollo improvviso di ogni settore che dipende da tale materia, ma un maggior costo per trovare soluzioni alternative. Certo col tempo questi costi possono accumularsi, rallentando la crescita, ma difficilmente sono sufficienti a far crollare un'economia.

Questo da un lato spiega le difficoltà di introdurre sanzioni e il loro scarso effetto nel far crollare rapidamente un regime, dall'altro le ridotte e solo temporanee conseguenze che i conflitti esercitano oggi sui prezzi delle materie prime e in particolare

sul petrolio, molto a lungo considerato il bene strategico per eccellenza (vedi Box).

Tuttavia, l'illusione di avere un bene strategico suggerisce anche che un altro concetto economico comunemente utilizzato, quello di "supply chain", è troppo riduttivo. Le economie moderne assomigliano più a reti, in cui la recisione di un collegamento è raramente sufficiente a compromettere l'intera struttura. Certo abbiamo avuto casi in cui la carenza di pochi chips o difficoltà nei trasporti abbiano bloccato la produzione di importanti stabilimenti, ma questi effetti il più delle volte si sono dimostrati temporanei e privi di conseguenze durature.

Un ulteriore elemento che sembra poter attutire gli effetti negativi della frammentazione e per questa via smentire gli studi citati nel precedente paragrafo è dato dalle politiche industriali sempre più attive che gli Stati stanno intraprendendo. A seguito degli interessanti risultati ottenuti in Estremo Oriente ed in particolare in Giappone, Corea, Taiwan e Cina, un numero sempre più ampio di paesi ha implementato politiche volte a favorire le industrie e la sicurezza nazionale, l'innovazione e la crescita e soprattutto dal nostro punto di vista a limitare i rischi geopolitici. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'amministrazione Biden nell'agosto del 2022 ha approvato l'*Inflation Reduction Act (IRA)*, che prevede una serie di incentivi per favorire gli investimenti in tecnologie ed energia verde per un valore di 380 mld. di Dollari in dieci anni.

Seppure per l'economia tradizionali tali politiche sono tra le più contestate non vi è dubbio che la più recente letteratura ha cercato di metterne in luce i potenziali benefici. Tra questi ricordiamo: la presenza di esternalità (che rendono i costi privati superiori ai benefici pubblici, come quelli legata alla sicurezza degli approvvigionamenti), i fallimenti del coordinamento (che può mancare quando il successo di un produttore dipende dalla



produzione di altri beni), e l'offerta di particolari beni pubblici (quali l'istruzione specializzata o la presenza di particolari infrastrutture). Seppure tali necessità siano difficili da individuare e realizzare senza "favorire alcuni vincitori", è indubbio che esse possano facilitare politiche che attenuano gli effetti della frammentazione (Juhász, Lane e Rodrik, 2023).

Ulteriori elementi che possono spiegare la recente resilienza dei paesi e dei loro settore finanziari agli stress provocati dalla frammentazione sono le politiche macroeconomiche e la regolamentazione messe in opera a partire dalla crisi finanziaria del 2007. Sotto l'aspetto macro ricordiamo come molti paesi hanno assicurato una certa indipendenza alla propria banca centrale, che deve garantire la stabilità dei prezzi, e accumulato abbondanti riserve ufficiali, che permettono di gestire i tassi di cambio con maggiore flessibilità. Sul fronte regolamentare le banche sono state fortemente capitalizzate e rese più resistenti agli shock di liquidità, anche se questo non ha impedito crisi locali, quali quelle delle banche regionali americane alla scomparsa del Credit Swiss.

Infine, possiamo ipotizzare che molti economisti abbiano una spropositata fiducia nello scambio di beni, servizi e conoscenze e/o una non sufficiente fede nelle capacità umane nel trovare soluzioni volte a dare una risposta efficace alle minacce della frammentazione³.

3. Il serpente nel paradiso

Esiste tuttavia anche il rischio che se la frammentazione osservata dovesse inasprirsi o

durare troppo a lungo i suoi effetti potrebbero risultare molto negativi. A volte taluni fenomeni esercitano pienamente i loro effetti con ritardo e in maniera non lineare. In altri termini ci troveremmo di fronte ad una situazione che la sociologa americana Diane Vaughan definì "*normalizzazione della devianza*". Cioè il processo per cui una pratica chiaramente pericolosa viene considerata normale se non causa immediatamente una catastrofe. Questo è quello che accadde nel caso del disastro dello *Space Shuttle Challenger*, dove piccoli rischi classificati come accettabili alla fine si trasformarono in una tragedia.

Come non ricordare allora le preoccupazioni esternate da Keynes nelle "Conseguenze economiche della pace", circa la pericolosità del serpente nel paradiso: "I progetti e la politica del militarismo e dell'imperialismo, delle rivalità razziali e culturali, dei monopoli, delle restrizioni e dell'esclusione, che avrebbero giocato il ruolo del serpente in questo paradiso ... sembravano non esercitare quasi alcuna influenza sul corso ordinario della vita sociale ed economica, la cui internazionalizzazione era quasi completa...".

4. L'acuirsi delle guerre commerciali

Se Trump manterrà le promesse fatte nel corso della campagna elettorale, le misure di protezione commerciale introdotte 6 anni orsono – che avevano condotto a una vera e propria guerra delle tariffe con la Cina⁴ – saranno poca cosa rispetto a quanto ci aspetta nei prossimi anni. La nuova politica commerciale annunciata da Trump

³ "Trade hyperglobalization is dead. Long live...?" è il titolo emblematico di un recente lavoro del Peterson Institute of International Economics. Si rimanda a Subramanian, Kessler, e Properzi (2023).

⁴ Trump giustifica la prima guerra delle tariffe affermando che la Cina si era resa protagonista "del più grande furto della storia" perpetrato a danno delle imprese e dei lavoratori del manifatturiero USA.

Inizialmente (primi mesi del 2018) Trump impone tariffe su 300 miliardi di Dollari di importazioni USA dalla Cina, che determinano un aumento della tariffa media sulle importazioni cinesi dal 2,7 al 17,5%. Nel corso del 2019 si manifesta una vera e propria escalation tariffaria che spinge anche il Governo di Pechino a sostanziali aumenti delle tariffe, il cui valore medio passa dal 5,7 al 20,4%.

sarà infatti caratterizzata dall'adozione di una tariffa generalizzata pari ad almeno il 10% su tutte le importazioni; a ciò si aggiunge, secondo una prima versione presentata in campagna elettorale, una tariffa del 60% sulle importazioni provenienti dalla Cina; oppure (come annunciato nel momento in cui scriviamo) una tariffa del 25% sulle importazioni provenienti da Canada e Messico. A prescindere da come si declinerà più precisamente la *Trumponics* su questo fronte d'azione, il protezionismo del neo-presidente si pone un duplice obiettivo⁵. Attraverso il sostanziale aumento della tariffa media sulle importazioni (FIG. 4) si limiterebbero le

importazioni favorendo un miglioramento della bilancia commerciale, ormai in deficit da anni. Inoltre si proteggerebbero le unità produttive locali creando nuovi posti di lavoro negli USA. Nel medio periodo si verrebbero a creare le condizioni per la ricostituzione di intere filiere del manifatturiero sul territorio americano con un sensibile miglioramento del tenore di vita per molti lavoratori, che negli ultimi decenni avevano dovuto sopportare le conseguenze negative di una crescente concorrenza dovuta al cosiddetto *"China effect"*.

FIG. 4: Tariffa media sulle importazioni USA

(area gialla: stima ottenuta applicando le nuove tariffe di Trump annunciate in campagna elettorale)



Fonte: Brooking Institution

Trump – che ha spesso ricordato come la tariffa sia la più bella parola che si possa trovare nei dizionari – non ha mai quantificato l'entità dei benefici indotti da tali misure. Ha sempre parlato in modo

vago di sostanziali miglioramenti per i lavoratori e per il manifatturiero USA senza entrare nel merito di una discussione più precisa e informata⁶. In realtà un'analisi più accurata delle conseguenze di

⁵ Va aggiunto che le tariffe aggiuntive cominate a Canada e Messico trovano ragione nel tentativo di sanzionare i paesi responsabili di consentire flussi di immigrati illegali negli USA, oltre che traffico di stupefacenti.

⁶ Baldwin (2024) è decisamente caustico nel commentare la vaghezza della politica commerciale di

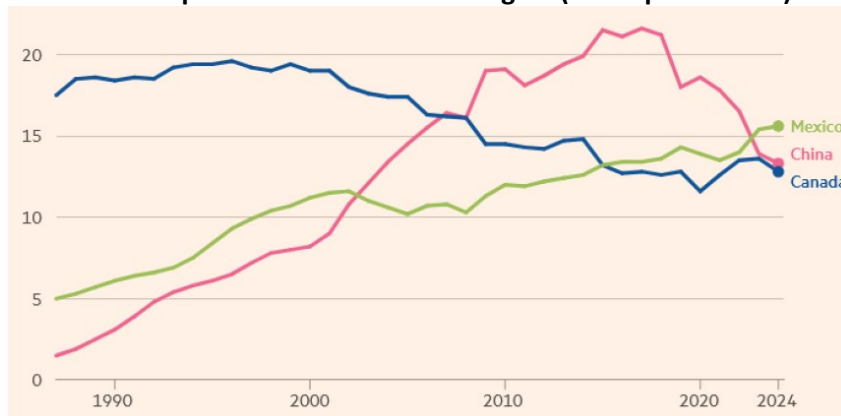
Trump. Infatti scrive *"I was a binge-watcher of Season 1 of the series called Trump Tariffs. And now we know there will be a Season 2! They released the trailer, and some promotional material but no one really knows what will happen. But that's the great attraction of any thriller, no?"*

questa misura di protezione commerciale rivela risultati e scenari ben diversi.

La prima osservazione critica muove dalla considerazione che il deficit commerciale (e delle partite correnti) è il riflesso di un eccesso di domanda aggregata. L'eliminazione del deficit richiede quindi l'aumento dell'offerta e la contrazione della domanda aggregata, una condizione difficilmente realizzabile dalla prossima Amministrazione Trump. In un contesto di questo tipo, l'imposizione di tariffe (anche proibitive) sui beni provenienti da alcuni paesi

(come nel caso della Cina tra 2018 e 2019) ha il semplice effetto di alterare i flussi commerciali bilaterali, senza modificare più di tanto il saldo commerciale complessivo. A riprova di ciò basta osservare che le più alte tariffe verso la Cina hanno ridotto le importazioni dalla Cina, favorendo maggiori importazioni da paesi quali Messico (FIG. 5) e Vietnam che sono diventati i centri di triangolazioni commerciali poste in essere proprio per by-passare le tariffe. Nel frattempo, il deficit USA complessivo è persino aumentato (anziché diminuire)!

FIG. 5: Importazioni USA: aree di origine (valori percentuali)



Fonte: Wolf (2024)

Inoltre, sono in dubbio i benefici di cui dovrebbero godere i lavoratori (che secondo Trump dovrebbero essere i maggiori fruitori della reintroduzione di tariffe). La previsione di consenso – realizzata assumendo la politica commerciale annunciata in campagna elettorale – è che il livello dei prezzi al consumo conoscerà un aumento – vicino al 3-4%, secondo il rozzo calcolo fornito da Krugman (2024) – cui corrisponde una maggior spesa per nucleo familiare all'anno compresa tra i 2.500 e i 5.000 Dollari. Un numero che potrebbe persino essere sottostimato qualora si considerassero le probabili reazioni dei partner

commerciali, che potrebbero praticare misure di ritorsione commerciale introducendo a loro volta tariffe e contingentamenti sull'import (sulla falsariga di quanto osservato tra il 2018-19) e provocando una vera e propria guerra commerciale. Inoltre, andrebbe considerato che il maggior costo della vita sarà particolarmente gravoso per le famiglie con un reddito medio-basso. Secondo una stima prodotta dall' Institute on Taxation and Economic Policy, una maggiore tariffa media pari al 20% provocherebbe il calo del reddito reale del 5,7% per le famiglie poste nell'ultimo quintile della distribuzione del reddito;

del 4,6% per le famiglie a medio reddito e solo del 1,4% per le famiglie che occupano il primo percentile della distribuzione. Numeri simili provengono da analogo esercizio di previsione formulato dal Peterson Institute (Mc Kibbin, Hogan e Noland, 2024) che confermano – qualora ve ne fosse ancora bisogno – la natura fortemente regressiva delle tariffe. Ovviamente non tutti concordano sul fatto che misure protezionistiche causeranno un deterioramento del tenore di vita dei lavoratori. Usando uno schema di equilibrio economico generale, il *think thank* “Coalition for a Properous America” dimostra come una tariffa del 10% sulle importazioni generi un gettito di 263 mld. Dollari, utilizzabile per finanziare un rimborso fiscale di 1.200 mld. Dollari ai meno abbienti e pari al 3.4% del reddito delle famiglie con medio reddito. Nel complesso – rispetto a uno scenario di base in cui le tariffe non sono introdotte – il reddito familiare aumenterebbe di 4.250 Dollari: una crescita nominale in grado di compensare ampiamente l’eventuale aumento del livello dei prezzi e tale da garantire un aumento del potere d’acquisto. Il PIL crescerebbe del 2,8%, sostenuto anche dalla maggiore produzione del manifatturiero (+4,8%) e dalla ripresa dell’occupazione (+ 2,8 milioni di posti di lavoro, ottenuti anche grazie alla ripresa dei servizi).

A chi credere? A onor del vero lo scenario di previsione positivo elaborato da “Coalition for a Properous America” non sconta la presenza di due canali di retroazione. Il primo è l’andamento del tasso di cambio che (probabilmente, ma non sicuramente) porterà a un apprezzamento del dollaro normalmente associato a una politica protezionistica americana⁷. Il secondo (ben più

rilevante) è invece legato alla presenza di cicli produttivi sempre più geograficamente disintegrati in cui le merci come i manufatti “americani” contengono una parte rilevante di parti e componenti importate da altri paesi. La tariffa rende più costose le componenti importate contribuendo ad aumentare i costi di produzione dei beni “made in USA”. Ne discendono conseguenze negative per la competitività e l’occupazione impiegata in queste *Global Value Chains* che confermano come l’impatto positivo delle tariffe per i lavoratori americani così come per la ricostituzione di filiere produttive sul territorio USA siano un esito tutto da dimostrare, e non da assumere come un risultato scontato. Un punto non banale una volta considerato che i beni intermedi ormai costituiscono più della metà delle importazioni complessive USA.

A conferma di questa interpretazione ci sono i dati elaborati all’indomani della prima guerra delle tariffe di Trump (Amiti et al. 2020) che mostrano come consumatori e produttori USA siano stati i soggetti che più hanno sopportato l’onere indotto dalle tariffe, amplificato proprio dal maggior costo dei beni intermedi che ha comportato una riduzione dell’occupazione nelle imprese maggiormente esposte a tali effetti, oltre che (secondo le stime del CBO) un effetto negativo sulla formazione del PIL (Obstfeld, 2024). Inoltre, se si considera la profonda integrazione produttiva tra sistema USA e messicano e l’intensa integrazione commerciale tra USA e Canada – che da solo importa dagli USA quanto importato da Cina, Giappone, Regno Unito e Francia e che fornisce agli USA il 60 % delle forniture estere di petrolio – si intuisce una volta di più quanto sia

⁷ In effetti, l’annuncio di nuove tariffe verso Canada e Messico si è accompagnato a un apprezzamento istantaneo del Dollaro sui mercati valutari. Ciò non significa necessariamente che l’esito ultimo del protezionismo commerciale di Trump sarà un

rafforzamento della valuta americana. Molto dipenderà dal tipo di tariffe introdotte, se concentrate su alcuni paesi (cine piuttosto che Canada e Messico) oppure generalizzate nei confronti del Resto del Mondo.



difficile che la nuova guerra delle tariffe possa davvero contribuire al miglioramento del tenore di vita dei lavoratori americani. E neppure l'ipotesi di un consistente maggiore afflusso di Investimenti Diretti Esteri di *natura tariff-jumping* – cioè attirati all'interno del territorio USA proprio dalle maggiori tariffe – sembra passare il vaglio delle analisi più attente (Obstfeld, 2024).

5. Politica migratoria

Nel corso del suo primo mandato presidenziale, Trump si era concentrato sulle politiche di contenimento degli afflussi di migranti e in particolare sulla costruzione del muro di confine con il Messico. Nel corso del suo secondo mandato, Trump dovrebbe invece focalizzarsi sulle politiche di rimpatrio degli immigranti illegali già presenti all'interno dei confini nazionali, all'interno di un quadro orientato alla realizzazione di restrizioni all'immigrazione molto marcate.

L'obiettivo è la "più massiccia operazione di *deportazione* nella storia americana": un'operazione di rimpatrio degli immigranti illegali, di cui oltre 8 milioni sono presumibilmente parte attiva della forza lavoro, realizzato impiegando effettivi dell'Esercito e riservisti della Guardia Nazionale. In realtà l'obiettivo minimo sembra costituito dal rimpatrio di "solo" 1,3 milioni di migranti illegali che tuttavia – nel progetto trumpiano – avrebbe la capacità di indurre due importanti effetti collaterali: contenere ulteriori afflussi di migranti, favorire un rimpatrio "volontario" da parte di coloro che essendo illegali temono azioni nei loro confronti.

⁸ Durante tre mesi dell'anno 2018 vi sono stati più di 2.000 episodi di separazione lungo il confine con il Messico. Dal momento che i minori non possono essere imprigionati sono stati "collocati" in opportune unità di accoglienza gestite dall'Office of Refugee Resettlement (ORR).

A ciò si dovrebbe aggiungere la reintroduzione del programma "*Remain in Mexico*" (avviato da Trump nel Gennaio 2019, e successivamente abolito da Biden) che impone ai migranti di rimanere in Messico sino al momento della decisione presa dal competente Tribunale USA in merito alla richiesta di permesso; la mancata concessione dei diritti di cittadinanza ai figli di immigranti illegali, l'attuazione di controlli massicci sui posti di lavoro da parte di ispettori ICE (*Immigration and Customs Enforcement*), nonché l'eliminazione della libertà condizionale concessa ai migranti per motivi umanitari. Oltre alla reintroduzione della politica di separazione (al confine) dei bambini dai nuclei familiari di appartenenza (una delle forme più estreme di "tolleranza zero" nei confronti dei migranti)⁸ e alla costruzione di centri detenzione – capaci di ospitare sino a 70.000 migranti - all'interno di grandi aree metropolitane. Da ultimo ma non per ultimo, la redazione di norme che rendano più difficile per le imprese USA l'assunzione di lavoratori stagionali stranieri.

5.1 Quanto conta l'immigrazione (regolare e irregolare) per gli USA?

Secondo le stime fornite dall'American Immigration Council dell'US Census Bureau gli immigrati legalmente registrati (che ormai ammontano a quasi 48 milioni – di cui un quarto messicani⁹ – a partire dai 31 milioni esistenti all'inizio del nuovo secolo) sono poco più del 14% della popolazione di 335 milioni di statunitensi. Gli immigrati legali partecipano alla forza lavoro in ragione di 31 milioni di unità, corrispondenti al

⁹ Di questi circa il 50% é irregolare e il 50% non ha completato le scuole superiori: ciò concorre a spiegare per quale motivo molti dei lavoratori messicani siano impiegati in occupazioni caratterizzate da uso intensivo di lavoro manuale e fisico.

19% della forza lavoro complessiva. Molti di questi hanno avviato attività imprenditoriali di successo, contribuendo in modo decisivo allo svolgimento di attività innovativa, come testimoniato dai numerosi brevetti (23% del totale) registrati da lavoratori immigrati nel periodo 1990-2016. L'ultimo dato reso disponibile (anno 2022) dall'American Immigration Council mostra come la forza lavoro immigrata abbia generato attività economica per 1.600 mld. Dollari, contribuendo alla formazione di un gettito fiscale pari a 570 mld. Dollari. Più difficile e controverse sono le stime riguardanti il ruolo giocato dalla immigrazione illegale che, secondo stime non ufficiali, avrebbe raggiunto una dimensione di 11-12 milioni di persone (anno 2022) – un numero rimasto sostanzialmente invariato nel corso degli ultimi 15 anni in conseguenza del fatto che gli afflussi di nuovi migranti illegali sono stati compensati dai rimpatri (soprattutto verso il Messico) di migranti illegali. Nel complesso la forza lavoro costituita da immigrati irregolari avrebbe prodotto nel 2022 un

reddito vicino ai 330 mld. Dollari, a fronte dei quali sarebbero state pagate tasse per 76 mld. Dollari. Tuttavia l'aspetto più interessante – ai fini di una valutazione delle politiche di controllo migratorio proposte da Trump – riguarda il modo in cui gli immigrati vengono utilizzati nel processo produttivo, in quanto alcuni settori usano forza lavoro immigrata più intensamente di altri (TAB. 1). Tra i settori ad alta intensità di forza lavoro immigrata vi sono la pesca, l'agricoltura, la silvicoltura, ma anche l'edilizia e la sanità e l'assistenza sociale (in questi ultimi sono impiegati più di 4 milioni di persone che non sono nate negli USA). Inoltre, gli immigrati illegali trovano spesso impiego in modo informale e con condizioni lavorative molto precarie – soprattutto per quanto riguarda la sicurezza del posto di lavoro – svolgendo mansioni di basso livello nell'edilizia e nel manifatturiero; oltre che all'interno della *gig-economy*, svolgendo compiti *on-demand* gestite da piattaforme digitali.

TAB. 1 - USA: Forza lavoro Occupata (di età superiore a 16 anni)

Industria	Quota dei migranti (sul totale della forza lavoro dell'industria)
Agricoltura, Silvicoltura, Pesca	20%
Gestione rifiuti, operazioni bonifica	23%
Costruzioni	29%
Altri Servizi	23%
Trasporti	20%
Ospitalità e Tempo Libero	21%
Manifatturiero	19%

Fonte: US Census Bureau (2022)

Se i mercati del lavoro in cui vengono impiegati lavoratori regolari (nativi e immigrati) e irregolari (immigrati illegali) fossero pienamente integrati è

facile argomentare a sostegno della tesi secondo cui gli immigrati (soprattutto illegali) "sottraggono" posti di lavoro alla forza lavoro



nativa contribuendo a ridurre i salari. In realtà vi sono buoni motivi per pensare che i mercati del lavoro siano segmentati e che la forza lavoro costituita da immigrati irregolari non sia facilmente sostituibile con quella regolare, sia per una questione di costi che di indisponibilità (da parte dei "regolari") a svolgere una lunga serie di mansioni. Ne discendono due importanti conseguenze. In primis, l'impatto che la forza lavoro degli immigrati riesce ad avere sul livello dei salari dei lavoratori nativi è modesto (se non nullo) (Peri, 2014). In secondo luogo, l'effetto di provvedimenti restrittivi sull'impiego della forza lavoro immigrata irregolare è quello di generare una carenza di offerta di beni e servizi in tutte quelle attività ove l'impiego di questo tipo di forza lavoro è particolarmente intenso – come nei settori delle costruzioni, della sanità e della "silver economy". Uno scenario che abbiamo già visto all'opera in occasione del COVID-19 quando la caduta di flussi migratori indotta dal *lockdown* aveva creato una carenza di manodopera in numerosi settori, che non era stata compensata da una maggior offerta di forza lavoro nativa e/o regolare. Si erano così venute a produrre numerose strozzature localizzate dal lato dell'offerta – causate dal *lockdown* – che causavano rilevanti effetti a valle, con possibili conseguenze macroeconomiche dovute alla rete di interdipendenze settoriali.

5.2 Quanto costa l'immigrazione irregolare per gli USA?

Queste prime considerazioni dovrebbero essere ampliate per tenere conto anche dei costi per il contribuente. Se è vero che gli immigrati regolari pagano le tasse (sia a livello locale che statale e federale) è altrettanto vero che – per favorirne l'integrazione con la popolazione nativa – lo stato deve farsi carico di una serie di iniziative costose per il bilancio pubblico. A ciò si aggiunge che

l'immigrazione irregolare comporta altri due oneri. Il primo dovuto al fatto che molti lavoratori immigrati illegali svolgono mansioni in attività così informali da non generare alcun gettito fiscale, o perché il reddito orario percepito è molto basso oppure perché non sono ufficialmente registrati come lavoratori effettivamente impiegati. In entrambi i casi si viene a generare un vero e proprio *fiscal drain* a danno delle casse del bilancio pubblico. Il secondo sforzo aggiuntivo è invece riconducibile alle operazioni che l'apparato di controllo dei flussi migratori deve compiere ogniqualvolta è chiamato a prendere una decisione in merito al possibile rimpatrio dell'immigrato illegale. Secondo le stime elaborate dall'ICE (Immigration and Customs Enforcement) – che ormai risalgono a 8 anni orsono – il solo costo dell'operazione di rimpatrio di un immigrato illegale (dovuto a procedure di arresto, detenzione e giudizio in tribunale cui aggiungere il costo del rimpatrio fisico) sarebbe pari a 13.000 Dollari (anno 2016). Il rimpatrio di solo 1,3 milioni di illegali causerebbe quindi maggiori costi per l'Amministrazione Trump pari a 17 mld. Dollari. Qualora ne venissero rimpatriati 8,3 milioni i costi leviterebbero a 108 mld. Dollari! Se arrivassimo a 12 milioni i costi raggiungerebbero i 156 mld.. Se poi correggessimo per l'inflazione realizzatasi a partire dal 2016 i numeri diventerebbero decisamente maggiori.

In effetti, una valutazione – recentemente realizzata da FAIR (Federation for American Immigration Reform) per l'anno 2023 – stima in ragione di 163 mld. Dollari, i costi netti complessivi che gravano sul contribuente americano per effetto dell'attuazione di politiche per l'integrazione (comprensive dell'educazione scolastica dei minori oltre che dell'assistenza sanitaria) , di minori entrate fiscali e dei costi sostenuti per avviare le procedure di rimpatrio. Un numero che darebbe corpo alla tesi di Trump

secondo cui lo stop all'immigrazione è più che mai opportuno, anche per motivazioni economiche.

5.3 Costi e benefici dell'operazione di rimpatrio degli immigrati irregolari

Nonostante i costi dell'immigrazione illegale appaiano elevati, numerosi analisti non hanno esitato a definire il piano di Trump non solo irrealizzabile – anche per via di difficoltà di natura logistica - ma soprattutto costoso.

E' interessante notare come il maggior onere dell'operazione non sia dovuto ai costi diretti (prima evidenziati) della sua realizzazione quanto piuttosto agli effetti indiretti di carattere macroeconomico, riconducibili a un vero e proprio shock negativo dal lato dell'offerta capace di causare maggiore inflazione e caduta della produzione, come si evince dall'esercizio di simulazione realizzato da Mc Kibbin, Hogan e Noland (2024) che ipotizzano due scenari di rimpatrio forzato. Nel primo il rimpatrio di oltre 1 milione di lavoratori illegali determinerebbe – a regime – una riduzione dell'offerta di lavoro dell'0,8% rispetto al livello altrimenti raggiunto in assenza di misure di questo tipo: ne deriverebbe un calo del PIL – rispetto al baseline trend – dell'0,2% nel 2025 e dell'1,2% nel 2028. Nel secondo, il rimpatrio riguarderebbe più di 8 milioni di migranti: l'effetto sarebbe un calo della forza lavoro – rispetto al baseline trend – del 5,1%; con un impatto negativo sul PIL che nel 2028 sarebbe pari al 7,4%, un risultato che comporterebbe la totale assenza di crescita del PIL rispetto all'inizio del mandato di Trump (anno 2025). All'andamento del PIL si accompagnerebbe un

aumento del livello generale dei prezzi, che nello scenario peggiore potrebbe registrare un incremento del 9,6% entro la fine del 2028.

Oltre agli effetti di impatto su Pil e inflazione, non andrebbero dimenticate le conseguenze settoriali fortemente asimmetriche, che riflettono il diverso utilizzo settoriale di manodopera immigrata irregolare. A pagare i costi maggiori sarebbero settori come agricoltura (ove la forza lavoro si ridurrebbe del 2,5%), turismo e ristorazione, edilizia, assistenza sanitaria e quello dei beni manufatti durevoli: alla minor disponibilità di manodopera immigrata illegale non farebbe seguito una maggior disponibilità di manodopera "nativa" e legale. La segmentazione dei mercati e le specificità settoriali rendono nei fatti impossibile uno scenario in cui il lavoro si muove istantaneamente a costi nulli garantendo una condizione di pieno impiego. L'effetto finale come già anticipato sarebbe duplice. Contrazione della produzione in numerosi settori, le cui "carenze produttive localizzate" sono in grado di causare – per effetto delle interdipendenze tra i settori – ancor più rilevanti effetti macro (simili a quelli sperimentati in occasione del COVID-19). Aumento dei costi di produzione con effetto sul livello generale dei prezzi – con possibili effetti a cascata che dipendono dal grado di sostituibilità del bene/servizio considerato. Nel complesso un quadro che potrebbe a sua volta scatenare reazioni sia da parte degli imprenditori – penalizzati dalla insufficiente disponibilità di manodopera a basso costo – che da parte della Fed – che difficilmente lascerebbe invariati i tassi di interesse (Blanchard, 2024).

**BOX - Piani di rimpatrio dei migranti: Trump vs Obama/Biden**

Il Piano di Trump è tutto fuorchè nuovo. Non solo perché già' durante il suo primo mandato presidenziale Trump aveva provveduto a rimpatriare più di 1,5 milioni di migranti (secondo le stime del Migration Policy Institute). Ma perché simili operazioni di rimpatrio sono state realizzate anche da Obama e Biden. Obama nel corso del suo primo quadriennio a Washington aveva rimpatriato 2,9 milioni di migranti, mentre nei successivi 4 anni aveva disposto operazioni di rimpatrio per quasi 2 milioni di persone. Biden si è invece fermato (per così dire) a 1,5 milioni di migranti rimpatriati. Tuttavia un'analisi dei diversi piani fa emergere differenze non piccole. Mentre Biden ha provveduto a effettuare rimpatri dal confine, Obama come Trump hanno realizzato rimpatri anche e soprattutto dagli stati USA più lontani dal confine con il Messico. Inoltre Obama si è concentrato sul rimpatrio di immigrati singoli, mentre al giorno d'oggi l'immigrazione illegale è costituita da nuclei famigliari interi; un aspetto che rende il rimpatrio una misura di attuazione ancora più difficile. Soprattutto considerando la scarsa dotazione di risorse di cui si avvale -almeno sino ad oggi - *US immigration system*, che ne inibisce l'efficienza. Basterà ricordare che attualmente sono 1,3 milioni le persone che hanno ricevuto una notifica di rimpatrio, che però non è stato ancora eseguito.

6. Le politiche ambientali

Se il piano di rimpatrio degli immigrati illegali comporterà effetti per lo più concentrati sull'economia USA e quella messicana, mentre il programma neo-protezionistico sarà la probabile causa scatenante il passaggio verso un sistema internazionale più chiuso, il piano di Trump sul fronte della (mancata) lotta al cambiamento climatico rischia di trasformarsi in un segnale forte e chiaro, in grado di provocare gli effetti più dirompenti per l'intero sistema (non solo economico) globale.

La posizione di Trump sul tema è nota da tempo ed è quanto più vicina a una logica negazionista. Il neo-presidente eletto non esitò a giudicare gli Accordi Parigi –definiti nel 2015 in occasione della COP21 e sottoscritti nel 2018 da più di 180 paesi – come profondamente ingiusti. Coerentemente con questa presa di posizione, nel giugno 2017

Trump annunciò la sua decisione di ritirare gli USA – con decorrenza Novembre 2020 – da tali Accordi¹⁰.

Operativamente il “negazionismo climatico” di Trump si tradurrà in una serie di azioni molto semplici, ma potenzialmente dirompenti. Da un lato ridurrà le spese federali dedicate alla gestione della transizione energetica – tra cui molte di quelle contemplate (e non ancora impegnate) nell'*Inflation Reduction Act (IRA)* introdotto da Biden nel 2022¹¹. Dall'altro garantirà il supporto a oltranza all'industria USA degli idrocarburi che – dopo la massiva adozione di tecnologie di frattura idraulica (*fracking technology*) che hanno consentito l'estrazione di *shale oil* e *shale gas* – ha portato gli USA ad essere paese leader nella produzione di petrolio a livello mondiale garantendo una quasi autosufficienza energetica. Non casualmente, nel discorso di rivendicazione

¹⁰ Biden – una volta insediatosi a Capitol Hill il 20 gennaio 2021 – decide di riportare gli USA all'interno degli Accordi Parigi.

¹¹ Va ricordato che nel corso del 2025 andranno in scadenza molti dei tagli alle tasse introdotti nel 2017,

che Trump stesso intende rinnovare. Il modo più semplice per rifinanziare il taglio alle tasse senza gravare sul deficit è quello di eliminare i sussidi a vantaggio della produzione di energia pulita previsti da IRA!

della vittoria Trump ha ricordato come “.....noi abbiamo più oro liquido di qualsiasi altro paese, più della Russia!”, tributando un riconoscimento ufficiale a un’industria che lo aveva molto supportato nel corso della sua campagna elettorale. Infine, in ambito internazionale, il piano di Trump comporterà non solo lo stop al programma di riduzione delle emissioni di gas serra; ma anche una brusca battuta d’arresto del piano di aiuti erogati a favore dei paesi in via di sviluppo coinvolti in un processo di transizione energetica per loro troppo oneroso (e che per essere completato richiede necessariamente il supporto finanziario da parte dei paesi più ricchi). Il combinato disposto di questi fattori è uno scenario in cui il costo dell’energia per il consumatore americano rimarrà modesto (ad esempio il prezzo della benzina si attesterà attorno ai 3 Dollari a gallone); le emissioni di gas serra si ridurranno molto meno di quanto previsto; e il disimpegno USA dagli accordi internazionali ridurrà la pressione sul tema dell’urgenza della lotta al cambiamento climatico, lasciando alla sola Unione Europea (già profondamente lacerata al suo interno) il compito di difendere ciò che rimane del New Green Deal (che Trump non ha esitato a ribattezzare New Green Scam) a livello globale. Insomma, uno scenario davvero poco incoraggiante per chi ha a cuore la questione ambientale.

La scelta di Chris Wright – CEO di Liberty Energy (società leader nella costruzione di pozzi petroliferi e nell’uso della *tecnologia fracking*) – alla guida del U.S. Department of Energy è assolutamente in linea con questo scenario.

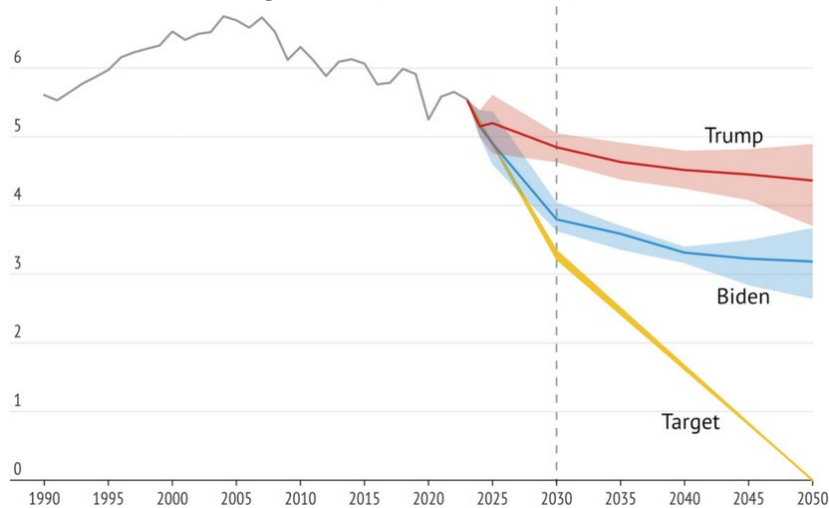
Wright ha più volte dichiarato la assoluta inutilità della transizione energetica per via dell’assenza dello stesso cambiamento climatico. Chris Wright così come Dan Eberhart - CEO di Canary LL società di servizi petroliferi e tra i principali finanziatori della campagna elettorale di Trump – sono due fervidi sostenitori dell’approccio “*drill, baby, drill*” che lascia chiaramente intendere quale sarà il futuro delle emissioni di gas serra negli USA. Se l’amministrazione Biden si era impegnata a dimezzarle (rispetto ai livelli raggiunti nel 2005) entro il 2030¹² – grazie soprattutto ai programmi di incentivi contenuti nell’IRA – la realizzazione del Piano Trump potrebbe comportare entro il 2030 (secondo le stime fornite da Carbon Brief, 2024) un incremento delle emissioni di biossido di carbonio pari a 4 mld. di tonnellate (FIG. 6), l’equivalente di quanto annualmente emesso da Unione Europea e Giappone.

Il primo *reality-check* per le politiche energetico-ambientali di Trump sarà in occasione dei primi provvedimenti per l’eliminazione dell’IRA. In realtà dietro questa mossa apparentemente scontata – che per certi versi replica quanto già fatto da Trump in occasione del suo primo mandato¹³ – si nascondono almeno un paio di questioni controverse. Va infatti ricordato come gran parte delle imprese impegnate nel business dell’energia pulita – principali beneficiarie dei fondi messi a disposizione dall’IRA – abbia recentemente riconosciuto che si troverebbe in difficoltà qualora le risorse messe a disposizione (fatte di crediti di imposta e di trasferimenti a fondo perduto) venissero tagliate.

¹² Peraltro l’Amministrazione Biden aveva recepito anche l’obiettivo di *net zero emissions* entro il 2050.

¹³ Durante la sua prima Presidenza, Trump arrivò a cancellare più di 100 provvedimenti in tema di legislazione ambientale introdotti da Obama.

FIG. 6- Emissioni di gas serra (mld. tonn. CO2). Scenari alternativi



Fonte: Carbonbrief (2024)

Inoltre andrebbe ricordato che quasi 80% degli investimenti realizzati grazie a questi fondi sono stati attuati all'interno di collegi elettorali a maggioranza repubblicana (come quelli della Georgia e della South Carolina). Ne discendono due considerazioni interessanti. La prima riguarda la probabile perdita di consenso registrata proprio all'interno di quelle regioni che hanno di recente sostenuto la rielezione di Trump. Un aspetto che potrebbe indurre quantomeno a rinviare l'avvio della cancellazione dell'IRA. La seconda – ben più importante – relativa al mancato sviluppo di *supply chains* nazionali in un settore assolutamente strategico – anche sotto il profilo della sicurezza nazionale – come quello dell'energia pulita¹⁴. Un risultato a dir poco paradossale vista e considerata l'enfasi posta da Trump sulla assoluta necessità di riportare i cicli produttivi all'interno dei confini nazionali. Ma che dimostra una volta di più quanto il piano di Trump

non fosse privo di contraddizioni anche profonde. Senza considerare che non tiene in conto gli effetti collaterali provocati dalle politiche realizzate in altri ambiti, come sanzioni e tariffe comminate a paesi produttori di petrolio – quali Iran e Venezuela – che potrebbero causare un deciso incremento del prezzo del greggio sui mercati.

7. Trumponomics e il mondo che verrà

Quali saranno le conseguenze di medio-lungo periodo della Presidenza Trump? Molto dipenderà da quanto verrà concretamente attuato del pacchetto annunciato durante la campagna elettorale. A tale riguardo diversi analisti hanno già espresso notevoli dubbi, mettendo in evidenza come l'intero *MAGA project* sia foriero di potenziali conflitti a livello sia internazionale che domestico, che lo rendono difficilmente attuabile *in toto*. Piuttosto, la *Trumponomics* annunciata sembra essere un modo per acquisire – attraverso

¹⁴ Secondo recenti stime, il mantenimento in vigore dell'IRA avrebbe potuto generare un incremento del 200% della capacità produttiva statunitense (in termini di generazione di batterie e di sistemi eolici o solari) nell'arco dei prossimi 10 anni. Per converso

l'eliminazione (anche parziale) dell'IRA potrebbe essere la causa di una riduzione del 20% dei flussi di nuovi investimenti.

l'annuncio di minacce più o meno credibili, che sono parte di un progetto "massimalista" – spazi di contrattazione nei confronti delle controparti, sia domestiche che straniere.

A prescindere da una quantificazione strettamente economica dei costi e dei benefici, le conseguenze più rilevanti della *Trumponomics* sembrano riguardare l'assetto del mondo che verrà. Abbiamo già evidenziato come sia in corso un mutamento della globalizzazione con parziale frammentazione delle relazioni commerciali e finanziarie internazionali che tendono a essere sempre più concentrate all'interno di alcune aree, ma non per questo motivo sono decisamente meno globali di prima. A tale proposito, basterà ricordare che ancora oggi le *Global Value Chains* hanno in media una lunghezza – definita in termini di km. percorsi dalle merci (finite o semi-lavorate) scambiate al loro interno – di 5.000 km. Un numero che testimonia non tanto un processo di deglobalizzazione quanto piuttosto il rafforzamento di un modello di *globalizzazione resiliente e multipolare*.

La realizzazione della *Trumponomics* va dunque inserita in questo contesto e si prefigura come il tentativo dell'Amministrazione Trump di portare l'economia USA su di una posizione di forza all'interno di una competizione sempre più serrata tra stati-nazione (Posen, 2024). L'obiettivo è quello – in linea con lo slogan trumpiano *Make America Great Again* (MAGA) – di fare in modo che la condizione di ritrovata supremazia consenta una partecipazione alla globalizzazione che produca benefici per i cittadini americani, anche se a scapito del benessere altrui.

E' evidente che questo approccio sconta una sorta di visione isolazionistica (o insulare) che si fonda sul convincimento che in economia – prima ancora che in politica – gli USA non abbiano particolare bisogno di partners. Anzi, proprio la realizzazione delle politiche annunciate – dal protezionismo

commerciale al rimpatrio dei lavoratori illegalmente immigrati – dovrebbe favorire un massiccio processo di *backshoring* dei processi produttivi collocati all'estero che li renderebbe in parte autonomi dal resto del mondo.

Su questo punto è interessante notare come la visione di Trump prefiguri una soluzione non troppo diversa da quella già auspicata a suo tempo dalle rivali autorità di Pechino. Dalla riunione del Politburo del Maggio 2020, queste infatti sostengono con forza la realizzazione del progetto di *dual circulation*, fondato sullo sviluppo di un adeguato livello della domanda interna cinese unitamente alla riduzione del ruolo della domanda esterna. Obiettivo: isolare l'economia cinese da eventuali shock esterni, soprattutto se provenienti dal blocco di paesi non allineati con la Cina. Un punto di contatto tra Trump e Xi Jinping che meriterebbe di essere analizzato più a fondo di quanto sin qui fatto, anche e soprattutto per via della palese mutua incoerenza dei due programmi di "ritrovata autonomia". In secondo luogo, proprio in conseguenza di quanto appena scritto, andrebbe analizzata la concreta fattibilità internazionale di un progetto come la *Trumponomics*. Non andrebbero sottovalutate le contromisure (in primo luogo cinesi) che scatterebbero in conseguenza di un eventuale guerra tariffaria avviata da Trump. Pechino ha già fatto capire che verrebbero immediatamente attivate delle disposizioni di contrasto (*anti-foreign sanctions law*) che potrebbero arrivare ad escludere dal mercato cinese una serie di imprese straniere (individuate in una *unreliable entity list*) ritenute responsabili di aver minacciato l'interesse nazionale. Ma soprattutto ha annunciato che darebbe l'avvio a un piano di controllo delle esportazioni di quelle materie prime critiche che sono oggi essenziali per la gestione della transizione ecologica. Se poi si prendono in considerazione le possibili reazioni da parte dei



paesi che si configurano – nell’accezione introdotta da Yellen (2022) – amici degli USA (come il Giappone¹⁵) si può facilmente intuire come via sia la concreta possibilità che l’aumento delle tariffe prospettato da Trump possa generare delle reazioni su scala internazionale, tali da provocare contraccolpi notevoli per il commercio interazionale e la sua intera architettura.

L’effetto ultimo sarebbe un colpo (quasi) decisivo a un multilateralismo già agonizzante da tempo. In poche parole sancirebbe l’ulteriore passo degli USA verso il ritiro da quell’ordine internazionale di cui loro stessi si erano fatti promotori sin dai tempi della Conferenza di Bretton Woods. Uno scenario che solleva almeno un paio di questioni.

La prima è se questo nuovo “disordine internazionale” sia davvero nell’interesse non solo degli elettori di Trump (risultato di cui iniziamo a dubitare fortemente), ma di Trump stesso la cui (mal celata) ambizione è quella di passare alla storia come un Presidente in grado cambiare (in meglio) i destini del proprio paese. La seconda – che ci riguarda molto più da vicino – è quanto questo “non regime” possa essere vantaggioso per l’Europa e i suoi membri. La risposta a quest’ultimo punto appare scontata. Tuttavia, nonostante la più totale assenza di vantaggi, va notata la continua mancanza di iniziative da parte europea. L’appello per una ritrovata visione e agire comune lanciato in due recenti documenti ufficiali – quali il Rapporto Letta sul Mercato Unico e il Rapporto Draghi sulla Competitività – non ha scatenato nessuna reazione degna di nota. Eppure i temi posti sul tappeto sono rilevanti soprattutto in ottica futura, anche se non vengono recepiti come tali dagli elettori europei (Eurobarometer, 2024). Rimanere schiacciati in una crescente competizione sino-americana senza avere la

minima capacità di incidere rischia di condurre l’Europa verso una condizione di subalternità che è l’anticamera non solo dell’irrilevanza, ma della perdita di autonomia in una lunga serie di ambiti cruciali (energia e difesa in primis). A prescindere da quelli che possono essere i singoli interessi nazionali. Ma a questo punto sperare che la rielezione di Trump possa essere il punto di svolta che fa scattare un nuovo atteggiamento di ritrovato europeismo è davvero puro *wishful thinking!*

¹⁵ Shinji Aoyama, Vice presidente esecutivo di Honda, ha recentemente dichiarato che le tariffe del 100% sulle auto importate dal Messico potrebbe spingere la

società giapponese a ricollocare al di fuori del Messico la produzione di autovetture, ma non necessariamente all’interno degli USA!

Riferimenti bibliografici:

- Amiti, M., Dai, M., Feenstra, R., e Romalis, J. (2018), Do Import Tariffs Help Reduce Trade Deficits? Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 13 Agosto.
- Amiti, M., Redding, S., e Weinstein, E. (2020): "Who's Paying for the US Tariffs? A Longer-Term Perspective," NBER Working Paper no. 26610.
- Aiyar, S., Chen, J., et al., (2023), Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism, IMF Staff Discussion Note 2023/001.
- Aiyar, S., Presbitero, A., e Ruta, M., (a cura di), (2023). Geoeconomic Fragmentation: The Economic Risks from a Fractured World Economy. CEPR Press, Paris and London. <https://cepr.org/publications/books-and-reports/geoeconomic-fragmentation-economicrisks-fractured-world-economy>
- Baldwin, R., (2024), Trump Tariffs, Season 2: 10% and 60% tariffs are not the same, Peterson Institute for International Economics.
- Blanchard, O., (2024), How Will Trumponomics Work Out?, PIIE Real Time Economics, 13 Novembre.
- Blanga-Gubbay, M., Rubínová, S., (2023), Is the Global Economy Fragmenting?" WTO Staff Working Paper, no. ERSD-2023-10, Dicembre.
- Carbonbrief (2024), Analysis: Trump election win could add 4bn tonnes to US emissions by 2030, 6 Marzo.
- Cerdeiro, D., Kamali, P., Kothari S., e Muir, D., (2024), The Price of De-Risking: Reshoring, Friend-Shoring, and Quality Downgrading, IMF Working Paper WP/24/122
- Eurobarometer (2024), EU Post-electoral Survey, Ottobre.
- FAIR (2023), The Fiscal Burden of Illegal Immigration on United States Taxpayers, 2023 Cost Study.
- Fernández-Villaverde J., Mineyama T., e Song D., (2024), Are We Fragmented Yet? Measuring Geopolitical Fragmentation and Its Causal Effects, CPER Working Paper no. 19637 Giugno.
- Ferry, J. (2024), Global 10% Tariffs on U.S. Imports Would Raise Incomes and Pay for Large Income Tax Cuts for Lower/Middle Class, Coalition for a Properous America, 24 Luglio.
- Posen, A. (2024), The True Dangers of Trump's Economic Plans, 18 Ottobre.
- Roy, D., (2024), How Does Immigration Affects the U.S. Economy? Council on Foreign Relations, In Brief, Ottobre <https://www.fairus.org/issue/publications-resources/fiscal-burden-illegal-immigration-united-states-taxpayers-2023>
- Subramanian A, Kessler M, and Properzi E, (2023), Trade Hyperglobalization is Dead. Long Live...?, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, Novembre.
- Yellen, J. (2022), Special Address to the Atlantic Council, 13 Aprile.
- Wolf, M., (2024), Why Trump's Trade War Will Cause Chaos, Financial Times, 19 Novembre.



4. POLITICA MONETARIA: USCITA DALLA FASE RESTRITTIVA E NORMALIZZAZIONE DELL'ASSETTO OPERATIVO

Angelo Baglioni♦

- *Il 2024 è stato l'anno della svolta per diverse banche centrali, che hanno abbandonato la politica restrittiva introdotta due anni fa per fare fronte alle pressioni inflazionistiche, ormai largamente rientrate.*
- *Nello stesso tempo, prosegue la normalizzazione dell'assetto operativo, con il graduale riassorbimento dell'eccesso di liquidità accumulato negli anni del quantitative easing.*
- *Negli USA, il processo di disinflazione è avvenuto senza significativi contraccolpi sull'attività economica e sul mercato del lavoro: il cosiddetto soft landing. Un freno al percorso di riduzione dei tassi di policy potrebbe venire dalla politica fiscale espansiva e dalla ripresa del protezionismo annunciati in campagna elettorale dal futuro Presidente Trump.*
- *Nell'area euro il quadro congiunturale è più fragile rispetto agli USA, per la debolezza dei consumi e degli investimenti. In presenza di un tasso di inflazione che converge verso l'obiettivo del 2%, ci si attende che la Bce prosegua nel suo percorso di riduzione dei tassi di policy.*
- *Al contrario della Fed e della Bank of England, la Bce non ha ancora definito completamente il suo nuovo assetto operativo. Anche dopo la revisione del marzo scorso, rimangono aspetti da chiarire.*
- *Le regole interne all'Eurosistema prevedono la condivisione, tra le banche centrali nazionali, dell'onere di interessi pagati alle banche della zona euro sui saldi depositati sulla deposit facility. In presenza di una ampia liquidità e di tassi di interesse tuttora elevati, questo meccanismo implica rilevanti sussidi incrociati tra i paesi membri. La Germania è il maggiore beneficiario di questa redistribuzione, mentre l'Italia è il maggiore contributore netto.*

Introduzione

Nel corso di quest'anno, le banche centrali di diversi paesi hanno cambiato rotta: hanno abbandonato la fase restrittiva e sono passate ad una fase di allentamento monetario, attuato tramite ripetute riduzioni dei tassi di policy. L'uscita dalla restrizione, introdotta due anni fa per fare fronte allo shock inflazionistico, si giustifica con una decisa convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo del 2% e con un indebolimento della fase congiunturale. Per smaltire il grado di restrizione monetaria, tuttora presente agli attuali livelli dei tassi di interesse, occorreranno ancora diversi provvedimenti di riduzione dei tassi di policy nel prossimo anno.

Allo stesso tempo, prosegue la fase di normalizzazione dell'assetto operativo della politica monetaria. L'enorme eccesso di liquidità, accumulato durante gli anni delle politiche di allentamento quantitativo, viene gradualmente smaltito dalle banche centrali, che riducono così la dimensione del loro bilancio. Il processo di normalizzazione condurrà ad un assetto comunque basato su di un eccesso di liquidità, seppure di dimensione inferiore a quella attuale. Nell'area euro, questo assetto solleva problemi specifici, relativi alla redistribuzione dell'onere di interessi, che l'Eurosistema paga alle banche sulla *deposit facility*, tra le banche centrali nazionali dei paesi membri.

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

In questo capitolo, affronteremo dapprima la svolta della politica monetaria negli USA. Dedicheremo qualche considerazione anche alla interpretazione che la Fed fornisce dello shock inflazionistico del 2021 e di come essa stessa lo ha affrontato. Poi passeremo all'area euro, dove la necessità di abbandonare la politica monetaria restrittiva, mantenuta fino alla metà di quest'anno, è stata ancora più forte che negli USA: sia per la maggiore debolezza del ciclo economico reale, sia per la più decisa convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Discuteremo anche la revisione dell'assetto operativo della Bce, comunicata dal *Governing Council* nel marzo scorso: nonostante i passi avanti, questa revisione presenta ancora qualche margine di ambiguità. Infine, dedicheremo un approfondimento alla redistribuzione del reddito monetario tra le banche centrali nazionali facenti parte dell'Eurosistema: un problema delicato, che solleva questioni legate ai trasferimenti di risorse tra un paese e l'altro dell'area euro.

1. La svolta della Fed e le prospettive per la politica monetaria statunitense

Ancora nel luglio scorso, la Fed confermava il livello dei tassi interesse di *policy* elevato (5.25% - 5.5%) raggiunto nel luglio dell'anno precedente. Nonostante un tasso di inflazione (2.6% in maggio per il *Personal Consumption Expenditures - PCE price index*) di poco superiore al target (2%), il FOMC (Federal Open Market Committee) non si riteneva ancora convinto che il tasso di inflazione effettivo stesse convergendo in modo stabile verso il suo livello-obiettivo. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro rimaneva forte, contrassegnato da una elevata creazione di nuovi posti di lavoro.

Il quadro era destinato a cambiare rapidamente, tanto da indurre il Presidente J. Powell ad annunciare una netta svolta nella politica

monetaria statunitense nel suo intervento al tradizionale forum dei banchieri centrali di Jackson Hole, Wyoming (23 agosto 2024). Alcuni commentatori hanno avanzato la tesi che l'abbondono della politica restrittiva, mantenuta fino a quel momento, fosse in qualche modo influenzata dalla contesa elettorale, in particolare dall'intento di favorire l'amministrazione in carica. Tuttavia, l'analisi della congiuntura americana giustifica sul piano tecnico la svolta avvenuta nel corso dell'estate. Il cambio di rotta (che qualche membro del *board* avrebbe voluto intraprendere già alla fine di luglio) si giustifica con la più decisa convergenza del tasso di inflazione verso l'obiettivo del 2% (il dato di giugno segnava un 2.5%) e con l'indebolimento del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione era in aumento, pur mantenendosi al livello storicamente basso del 4.3%, e la crescita dei salari si manteneva moderata. Rispetto al passato, il mix dei rischi era cambiato: quello di una ripresa dell'inflazione diminuito, mentre quello di una riduzione dell'occupazione aumentato. Com'è noto, la Fed persegue un obiettivo duplice e bilanciato (*dual mandate*): stabilità dei prezzi e piena occupazione. Tuttavia, il mix dei rischi faceva prevalere, prima dell'agosto scorso, il primo obiettivo. Da quel momento, invece, la priorità della Fed sembra essere la prevenzione di un ulteriore indebolimento del mercato del lavoro. Questa analisi portava il Presidente Powell ad essere insolitamente esplicito, dichiarando: "*the time has come for policy to adjust*": il momento per abbandonare la politica monetaria restrittiva era arrivato.

Alle parole del Presidente sono seguiti i fatti. Nel suo meeting del 18 settembre scorso, il FOMC ha dato un segnale forte al mercato, decidendo una riduzione dei tassi di *policy* di mezzo punto percentuale. A questa riduzione è seguita quella di un quarto di punto decisa il 7 Novembre, che ha



portato il *Federal Funds target range* al 4.5% - 4.75%. In quell'occasione, il FOMC ha affermato di considerare i rischi relativi ai suoi due obiettivi, stabilità dei prezzi e piena occupazione, sostanzialmente bilanciati. Le previsioni formulate dagli stessi membri del FOMC (*Summary of Economic Projections*, conosciute come *dot-plot*) indicano un percorso di ulteriore discesa dei tassi di *policy* nei prossimi anni. Tuttavia, un fattore di incertezza, nel percorso di allentamento monetario che la Fed seguirà, è rappresentato dall'avvento della nuova amministrazione Trump nel gennaio prossimo. La politica fiscale espansiva e l'innalzamento dei dazi sulle merci importate, annunciate in campagna elettorale, potrebbero costituire un fattore di freno alla disinflazione attualmente in corso. Ciò potrebbe indurre il FOMC ad una politica più prudente sul fronte della riduzione dei tassi di interesse di *policy*.

Nel frattempo, prosegue il processo di "normalizzazione" (*balance sheet normalization*) che sta portando la Fed a ridurre la dimensione del suo bilancio rispetto ai picchi raggiunti negli anni precedenti, per effetto delle politiche di *quantitative easing*. Questo processo, dettato dalla necessità di smaltire, seppure in parte, l'ampio eccesso di liquidità accumulato in precedenza, comporta un certo grado di restrizione quantitativa (*quantitative tightening*). La banca centrale americana ha iniziato a ridurre il suo portafoglio-titoli nel giugno 2022 e, da allora, ha significativamente ridotto le dimensioni del suo bilancio. I proventi dei titoli in scadenza sono reinvestiti in altri titoli solo nella misura in cui superano i massimali (*caps*) mensili di 60 miliardi di dollari per i titoli del Tesoro e di 35 miliardi di dollari per le *mortgage-backed securities* (MBS). In altri termini, un quantitativo mensile di titoli al di

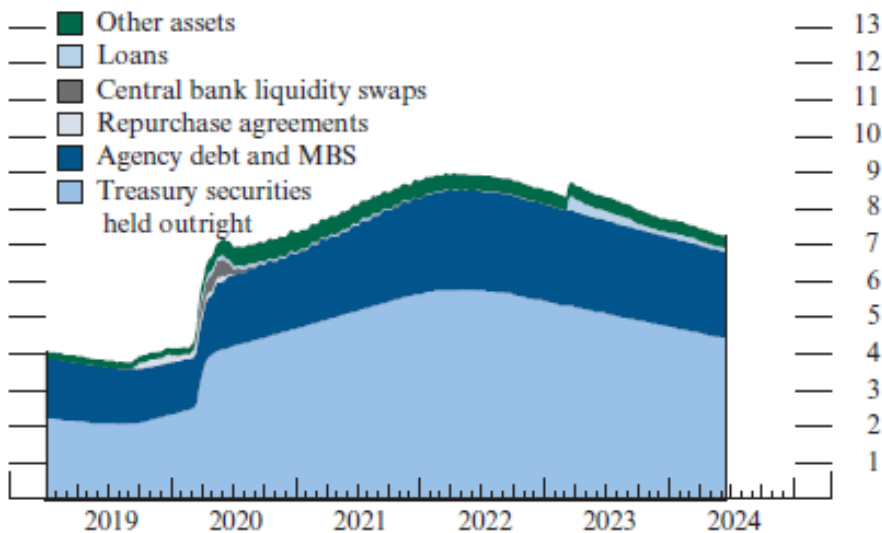
sotto del massimale non viene rinnovato a scadenza. Dal giugno scorso, il FOMC ha deciso di rallentare il ritmo di riduzione dei titoli in portafoglio, abbassando il massimale mensile per i titoli del Tesoro a 25 miliardi di dollari. Secondo le intenzioni del FOMC, la decisione di rallentare il ritmo di riduzione del bilancio non ha implicazioni per l'orientamento (*stance*) della politica monetaria.¹ Piuttosto, essa dovrebbe facilitare la graduale transizione da un eccesso di riserve bancarie molto ampio ad uno più fisiologico, comunque coerente con un assetto operativo caratterizzato da riserve in eccesso: il cosiddetto *floor system*. Una transizione graduale dovrebbe facilitare le banche e gli altri partecipanti al mercato monetario ad adeguarsi ad un livello di riserve inferiore al passato. Dall'inizio del processo di aggiustamento, il portafoglio-titoli della Fed si è finora ridotto di 1.700 miliardi di dollari. La sua attuale dimensione (6.800 miliardi di dollari) rappresenta il 24% del PIL nominale statunitense, rispetto al picco del 35% raggiunto alla fine del 2021. Una volta raggiunto il livello considerato adeguato e coerente con il *floor system*, il portafoglio-titoli verrà gestito in modo da mantenere l'eccesso di riserve stabile nel tempo. Le FIGG. 1 e 2 mostrano l'andamento delle attività e delle passività della Fed negli anni recenti: esse evidenziano l'accumulo di titoli dal lato dell'attivo e di riserve bancarie² dal lato del passivo, avvenuto in concomitanza con le politiche espansive attuate a fronte della crisi pandemica. Da esse emerge anche il ridimensionamento del bilancio della banca centrale, a partire dal 2022 e tuttora in corso.

¹ Si veda Fed (2024).

² Alle riserve bancarie in senso stretto bisogna aggiungere i depositi *overnight* effettuati presso la Fed

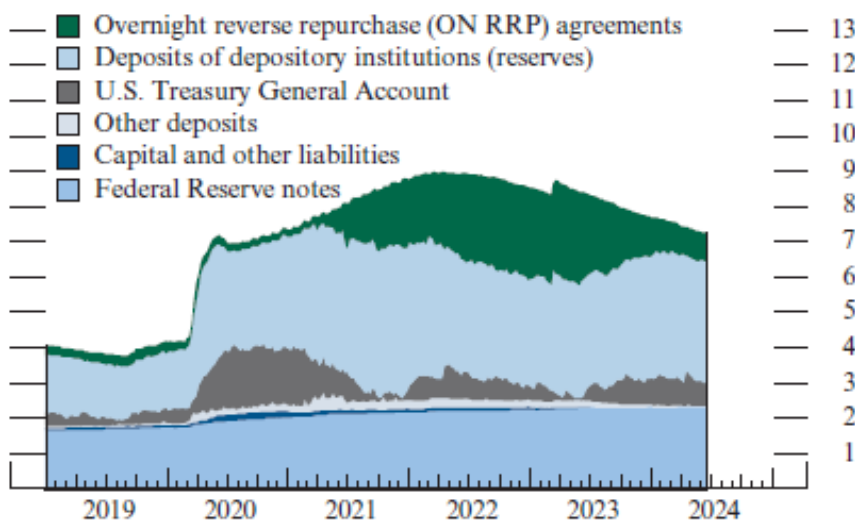
dalle istituzioni finanziarie non bancarie tramite le operazioni *reverse repurchase agreements* (ON RRP).

FIG. 1 – Bilancio della Fed: *attività* (triloni di dollari)



Fonte: Fed (2024)

FIG. 2 – Bilancio della Fed: *passività* (triloni di dollari)



Fonte: Fed (2024)

2. La visione della Fed su inflazione e disinflazione

Il già citato discorso del Presidente Powell al simposio di Jackson Hole, oltre ad annunciare la svolta di politica monetaria descritta più sopra, è stato anche l'occasione per chiarire l'interpretazione che la banca centrale americana

dà degli avvenimenti degli ultimi quattro anni, che hanno visto prima il vistoso incremento e poi il rientro dell'inflazione. Da cosa è dipesa la fiammata inflazionistica del 2021? J. Powell ricorda che la pandemia aveva portato con sé l'uscita dal mercato del lavoro di otto milioni di persone, riducendo così drammaticamente



l'offerta di lavoro. La dimensione della forza lavoro ha recuperato il livello pre-pandemico solo nel 2023. Le catene internazionali di approvvigionamento di materie prime e semilavorati hanno risentito delle diverse ondate di *lockdowns*. Quando le restrizioni dovute alla pandemia sono state abbandonate, i consumi sono rimbalzati, anche per effetto della politica fiscale che ha fornito ampio sostegno. L'aumento della domanda, in presenza di vincoli dal lato dell'offerta, causò ampi aumenti dei prezzi di alcuni beni di consumo, ad esempio le automobili, nella primavera del 2021. In questo scenario, la Fed, come altre banche centrali, si è per un po' di tempo cullata nella illusione che la pressione inflazionistica fosse temporanea e destinata a rientrare spontaneamente. Sulla base di questa visione, la risposta è stata "da manuale": di fronte ad uno shock inflazionistico da offerta temporaneo, la banca centrale non reagisce, purché le aspettative di inflazione rimangano ancorate all'obiettivo annunciato dalla banca centrale stessa (2%). Poiché il tasso di inflazione atteso rimaneva basso, la Fed riteneva opportuno "lasciare correre" l'inflazione effettiva: reagire in senso restrittivo avrebbe inflitto un costo ingiustificato all'economia reale. Se la versione dello shock temporaneo è sufficientemente condivisa, una banca centrale può permettersi di lasciare correre l'inflazione senza perdere la sua reputazione di "guardiano dell'inflazione". Per questo motivo, la Fed e altre banche centrali (tra cui la Bce) hanno molto insistito nella loro politica di comunicazione, durante il 2021, sulla tesi dello shock temporaneo.

Tuttavia la versione dello shock temporaneo ha avuto vita breve. Verso la fine del 2021, i dati cominciarono a smentire quella visione. All'inizio dell'anno successivo, l'incremento dei prezzi dell'energia, dovuto all'invasione dell'Ucraina da

parte della Russia, avrebbe aggiunto altra benzina sul fuoco. In presenza di un mercato del lavoro molto "teso" (con difficoltà a reperire lavoratori in diversi settori) e di un tasso di inflazione su livelli storicamente alti (attorno al 7%) la Fed ha finalmente avviato la stretta monetaria che ha portato il tasso ufficiale d'interesse a crescere di oltre cinque punti percentuali nel corso del 2022-2023.

Dal picco raggiunto nell'estate del 2022, l'inflazione si è ridotta di ben 4.5 punti percentuali (dal 7% al 2.5%). Ciò è avvenuto senza una brusca frenata dell'economia e in presenza di condizioni soddisfacenti del mercato del lavoro, che solo di recente mostra segni di indebolimento. Cosa ha reso possibile questa *success story* rivendicata da J. Powell? Due fattori. Primo, il rientro di alcune distorsioni (viste sopra) dal lato dell'offerta e della domanda di beni di consumo, legate all'uscita dalla fase pandemica e allo shock energetico. Peraltro, al contenimento della domanda aggregata (di beni di investimento e di consumo durevole) ha contribuito anche la stretta sui tassi d'interesse. Secondo, il fatto che la politica monetaria aggressiva, attuata nello scorso biennio, ha contribuito a mantenere basse le aspettative di inflazione: mostrando la sua determinazione ad agire, seppure con ritardo, nel combattere l'inflazione, la Fed ha preservato la credibilità del suo obiettivo di inflazione (2%), pur in presenza di un'ampia e non breve deviazione del tasso effettivo rispetto ad esso. E' noto che quanto maggiore è la reputazione anti-inflazionistica della banca centrale, quanto minore è il costo reale della disinflazione. Questo aspetto è stato spesso trascurato nel dibattito che ha accompagnato la stretta monetaria della Fed (e della Bce).

La *view* di J.Powell trova conferma in una analisi riportata nel recente *Monetary Policy Report*³

³ Fed (2024).

della Fed, nella quale si confronta la politica seguita dalla Fed stessa negli ultimi quattro anni con le indicazioni derivanti dalle “regole” di politica monetaria, quali la *Taylor rule*. Il risultato dell’analisi è che tali regole avrebbero suggerito tassi di interesse più alti di quelli decisi dal FOMC nel corso del biennio 2021-2022. Al contrario, esse suggeriscono tassi più bassi nella prima parte del 2024. Ciò conferma, da un lato, il ritardo con cui la Fed ha reagito alla fiammata inflazionistica e, dall’altro, la volontà di mantenere la stretta monetaria a lungo: finché il FOMC non fosse ragionevolmente sicuro della convergenza dell’inflazione verso il livello-obiettivo.

3. Area euro: fino a dove arriverà la discesa dei tassi d’interesse?

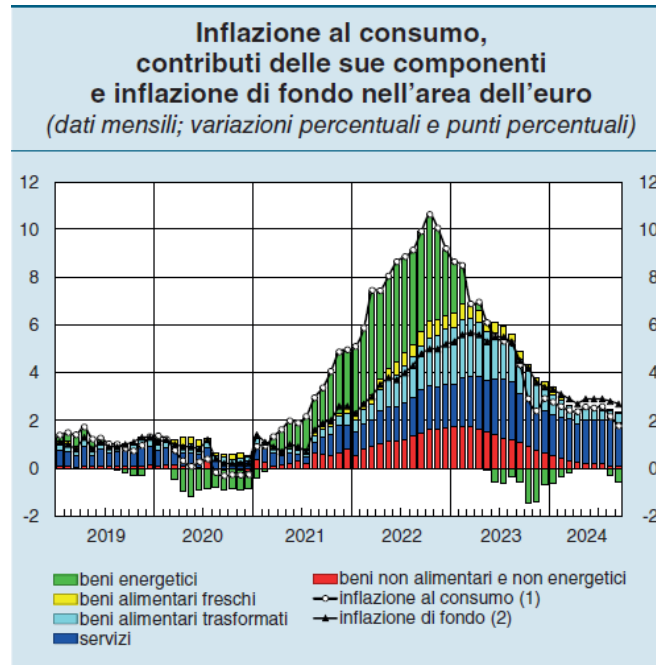
L’inversione della politica monetaria nell’area euro ha avuto inizio prima che negli USA, con il ribasso di un quarto di punto dei tassi di *policy* deciso dal *Governing Council* il 12 giugno scorso, seguito da ulteriori due riduzioni di pari importo il 18 settembre⁴ e il 17 ottobre, che hanno portato il tasso sulla *Deposit Facility* al 3,25%. Come negli USA, l’uscita dalla fase più restrittiva della politica monetaria è stata resa possibile dalla convergenza del tasso d’inflazione verso l’obiettivo del 2%: a

settembre, l’inflazione al consumo sui dodici mesi era scesa addirittura al di sotto di quella soglia, portandosi all’1,7%. Questa riduzione è dovuta principalmente alla componente energetica, che dalla metà dello scorso anno fornisce un contributo negativo alla dinamica dei prezzi: si veda la FIG. 3. Anche la componente alimentare è in netto calo rispetto ai picchi raggiunti a cavallo tra il 2022 e la prima parte del 2023. Di conseguenza, l’inflazione *core* (misurata al netto dei beni alimentari ed energetici) si colloca su un livello più alto (2,7% a settembre) di quella complessiva. A sostenere la dinamica complessiva dei prezzi è l’inflazione nei settori dei servizi: soprattutto il turismo, ma anche gli affitti di abitazioni, la sanità, i servizi assicurativi. Secondo le proiezioni dello staff della Bce (pubblicate a settembre) la crescita dei prezzi nell’area euro dovrebbe scendere dal 2,5% dell’anno in corso al 2,2% nel prossimo anno e poi all’1.9% nel 2026. In occasione della riunione di ottobre, il *Governing Council* ha ribadito la sua aspettativa che il tasso d’inflazione converga verso il suo obiettivo nel corso del prossimo anno, grazie ad un processo di disinflazione ormai ben avviato. Anche la dinamica salariale, che potrebbe portare qualche pressione inflazionistica nel breve periodo a causa degli adeguamenti in corso, dovrebbe poi stabilizzarsi.

⁴ Per ragioni tecniche, legate alla revisione dello schema operativo di cui diremo più oltre, il 18 settembre il tasso applicato alle *Main Refinancing Operations* e quello

applicato alla *Marginal Lending Facility* sono stati ridotti di ulteriori 35 punti base, per un totale di 60 punti base.

FIG. 3 – Inflazione nell’area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat; stime preliminari per settembre 2024.

(1) Variazione sui 12 mesi dell’IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell’IPCA al netto di energetici e alimentari.

Fonte: Banca d’Italia (2024 a)

L’allentamento monetario trova una ulteriore giustificazione nella debolezza della fase congiunturale. Secondo le previsioni della stessa Bce, il PIL dell’area euro dovrebbe crescere solo dello 0,8% quest’anno, per poi risalire all’1,3% l’anno prossimo e all’1,5% nel 2026. Il quadro congiunturale attuale si caratterizza per la debolezza dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi delle imprese, che continuano a diminuire, in un clima di deterioramento generale della fiducia. Il ciclo industriale rimane debole. A sostenere la domanda aggregata di beni e servizi è solo la componente estera, oltre alla spesa pubblica. Nel complesso, i rischi per l’attività economica rimangono orientati al ribasso. Dato questo quadro congiunturale, ci si attende che l’allentamento monetario prosegua durante il prossimo anno. Rispetto agli USA, l’urgenza di

abbandonare la politica monetaria restrittiva, mantenuta fino alla metà di quest’anno, appare maggiore: sia per la maggiore debolezza del ciclo economico reale, sia per la più decisa convergenza dell’inflazione verso l’obiettivo del 2%. Al contrario che negli USA, nell’area euro manca una indicazione ufficiale del livello verso il quale i tassi di interesse tenderanno nel medio-lungo periodo. Sotto questo profilo, la politica di comunicazione della Fed sembra essere più trasparente di quella della Bce. La prima fornisce informazioni piuttosto dettagliate sulle previsioni che i membri del FOMC formulano periodicamente, in relazione ad alcune variabili macroeconomiche (PIL, disoccupazione, inflazione) e ai tassi di interesse di *policy*. Non si tratta di un impegno: la Fed si tiene libera di muovere i tassi di *policy* in base alle informazioni

che si rendono via via disponibili. Tuttavia, il *Summary of Economic Projections* consente ai partecipanti al mercato finanziario, e più in generale a tutti gli operatori economici, di farsi un'idea del livello a cui tenderanno i tassi di interesse di *policy* in un orizzonte pluriennale, secondo le previsioni dei responsabili stessi della politica monetaria. Al contrario, il *Governing Council* della Bce non fornisce alcuna indicazione sul punto di caduta della attuale fase di allentamento monetario. Questa assenza di informazioni sul percorso futuro dei tassi di *policy* costringe i partecipanti al mercato finanziario a basarsi sulle interpretazioni dei vari interventi pubblici degli esponenti della Bce: un esercizio di “*Ecb-watching*” che presenta elevati margini di errore.⁵

Sotto questo profilo, bisogna ricordare che la *forward guidance*, introdotta negli anni delle politiche “non convenzionali”, consentiva ai partecipanti al mercato finanziario di avere una chiara indicazione del percorso della politica monetaria in un orizzonte di medio-lungo periodo. L'abbandono della *forward guidance* e il passaggio all'approccio *data-dependent* e *meeting-by-meeting*, seppure possa trovare qualche giustificazione nella elevata incertezza del quadro economico e geo-politico, ha rappresentato un netto arretramento sul piano della trasparenza e della prevedibilità della politica monetaria.

Un effetto collaterale positivo dell'allentamento monetario, sia negli USA sia nell'area euro, potrebbe essere un indebolimento delle rispettive valute rispetto a quelle asiatiche, in particolare yen e yuan, con un guadagno di competitività a favore del settore industriale occidentale, messo a dura prova dalla penetrazione di beni prodotti in Asia. Bisogna però fare attenzione alle turbolenze finanziarie possibilmente derivanti da una divaricazione delle politiche monetarie a livello

globale. Un esempio di questi contraccolpi è stato vissuto nello scorso mese di agosto, quando una piccola stretta monetaria attuata in Giappone, a fronte dei segnali di allentamento monetario in USA, ha prodotto un apprezzamento dello yen, che a sua volta ha causato perdite rilevanti a quegli intermediari finanziari che si erano finanziati nella valuta giapponese (approfittando del livello ancora molto basso dei tassi di interesse in quel paese) per investire sul mercato finanziario statunitense. La precipitosa chiusura di queste operazioni (*carry trades*) ha provocato un'impennata, seppure temporanea, della volatilità sui mercati finanziari occidentali.⁶

4. La Bce ancora in cerca di un assetto operativo

Nel marzo di quest'anno il *Governing Council* della Bce ha annunciato i risultati della revisione dell'assetto operativo della banca centrale. Da tempo si attendeva che la Bce chiarisse quali sono le modalità con cui intende dare attuazione alle sue decisioni, dopo l'uscita dalle politiche di Quantitative Easing e il ritorno ad una politica monetaria basata sulla gestione dei tassi di interesse. Tuttavia, la revisione conclusasi quest'anno non è stata risolutiva e ha lasciato aperte alcune questioni, che andranno chiarite nel prossimo futuro. Si tratta di questioni tecniche, ma rilevanti: esse coinvolgono i rapporti tra la banca centrale, il sistema bancario e il mercato finanziario, nonché il destino dell'ampio portafoglio-titoli accumulato dalla banca centrale durante gli anni del QE. In diversi paesi, la gestione operativa della politica monetaria ha subito profonde trasformazioni negli anni recenti, prima con l'avvento delle politiche “non convenzionali” e

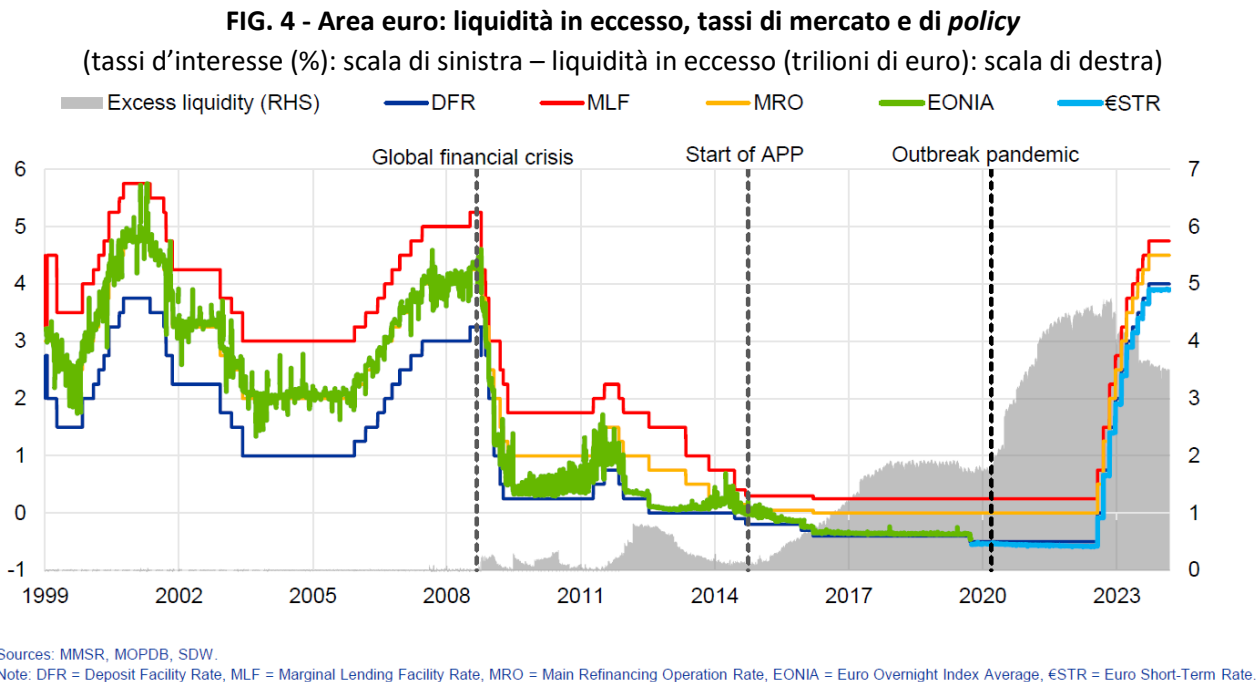
⁵ Si veda Masciandaro (2024).

⁶ Si veda Ref.ricerche (2024).

poi con la ricerca di una “nuova normalità” (*new normal*).⁷

Alcune banche centrali (ad esempio la Fed e la Bank of England) hanno annunciato da tempo quali saranno le caratteristiche del loro *new normal* per gli anni a venire.⁸ Entrambe continueranno ad operare con un eccesso di liquidità, cioè mantenendo nel sistema bancario una quantità di riserve (i depositi che le banche detengono presso la banca centrale) superiore alle necessità del sistema. Questo eccesso di riserve bancarie è una eredità del QE: verrà ridotto ma non eliminato. Esso spinge il tasso di interesse del mercato monetario sul “pavimento” (da qui il termine “*floor-system*”) costituito dal tasso al quale la banca centrale remunera le riserve bancarie: nessuna banca presta sul mercato ad un

tasso inferiore, visto che può depositare la sua liquidità in eccesso a quel tasso presso la banca centrale. A sua volta, l’eccesso di riserve può essere generato in due modi: o tramite l’offerta (*supply-driven floor-system*) o tramite la domanda (*demand-driven floor-system*). La Fed ha scelto la prima opzione: il desk della New York Fed è incaricato di fare operazioni in titoli tali da mantenere nel mercato un eccesso di liquidità. La Bank of England ha scelto la seconda, concedendo alle banche di prendere a prestito e depositare riserve presso la banca centrale allo stesso tasso di interesse (Bank Rate): ci si aspetta che le banche prendano a prestito una quantità di liquidità eccedente il loro fabbisogno, visto che questi prestiti non comportano alcuna penalizzazione.



Fonte: Schnabel (2024 a).

⁷ Per chi fosse interessato ad approfondire questi cambiamenti, si veda Baglioni (2024 a).

⁸ Si veda il n.3/2023 di *Osservatorio Monetario* (capitolo 3).



E la Bce? Nella zona euro, da anni la politica monetaria viene di fatto gestita con un eccesso di liquidità e il tasso di interesse di riferimento è quello sui depositi che le banche fanno presso la Bce (*Deposit Facility* - DF) anziché quello sulle operazioni principali di finanziamento alle banche (*Main Refinancing Operations* - MRO). La Figura 4 mostra l'evoluzione dei tassi di interesse di mercato e dei tassi di policy (il "corridoio dei tassi") insieme alla liquidità in eccesso: quest'ultima è definita come la somma dei saldi depositati dalle banche sui conti correnti presso l'Eurosistema, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, e della liquidità depositata sulla DF. Come si vede dal grafico, la liquidità in eccesso è aumentata notevolmente per effetto delle politiche di QE: prima con l'*Asset Purchase Program* (APP) e successivamente con il *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) e i prestiti a lungo termine al sistema bancario (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, T-LTROs). Pur in presenza di una graduale riduzione a partire dal 2023 (grazie al mancato rinnovo di parte dei titoli in scadenza acquistati con APP e PEPP e alla restituzione dei prestiti T-LTRO) l'eccesso di liquidità è ormai diventato una caratteristica strutturale della gestione della politica monetaria nella zona euro. Allo stesso tempo, e proprio come conseguenza dell'eccesso di liquidità, il tasso *overnight* sul mercato interbancario si mantiene stabilmente in prossimità del tasso applicato alla DF, che ha così assunto il ruolo di "tasso guida" (*key policy rate*) attraverso il quale la banca centrale segnala al mercato il livello-obiettivo per i tassi d'interesse a breve termine.

Il comunicato della Bce del marzo scorso ha reso ufficiale questo assetto, annunciando - tra le altre cose - quanto segue:⁹

"Il Consiglio direttivo continuerà a indirizzare l'orientamento della politica monetaria attraverso

il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (DF). Ci si aspetta che i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario evolvano in prossimità del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, con un margine di tolleranza in termini di variabilità, purché non risulti offuscato il segnale sull'orientamento che si intende imprimere alla politica monetaria.

L'Eurosistema fornirà liquidità tramite un'ampia varietà di strumenti, tra cui operazioni di rifinanziamento a breve termine (MRO) e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi (LTRO) nonché, in una fase successiva, operazioni strutturali di rifinanziamento a più lungo termine e un portafoglio strutturale di titoli.

Le MRO continueranno a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti. Sono concepite per svolgere un ruolo cardine nel soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche e il fatto che siano utilizzate dalle controparti è considerato parte della regolare attuazione della politica monetaria. Anche le LTRO a tre mesi continueranno a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi.

Il tasso sulle MRO sarà adeguato in modo tale che il differenziale tra questo tasso e quello sulla DF sia ridotto a 15 punti base, rispetto agli attuali 50 punti base. Il restringimento del differenziale incentiverà le richieste nelle MRO, rendendo probabile un'evoluzione dei tassi a breve del mercato monetario in prossimità del tasso di interesse sulla DF, e limiterà il potenziale margine di variabilità dei tassi a breve termine del mercato monetario. Al tempo stesso, lascerà spazio all'attività sul mercato monetario e incentiverà le banche a ricercare modalità di finanziamento sul mercato...

⁹ Si veda BCE (2024) per il comunicato integrale.



In una fase successiva saranno introdotti nuove operazioni strutturali di rifinanziamento a più lungo termine e un portafoglio strutturale di titoli... Ciò contribuirà in misura sostanziale a coprire il fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario, derivante da fattori autonomi e requisiti di riserva obbligatoria...

Il coefficiente utilizzato per determinare i requisiti di riserva obbligatoria delle banche rimane invariato all'1%. La remunerazione delle riserve obbligatorie resta immutata allo 0%."

Il comunicato del Governing Council contiene qualche ambiguità, non chiarita dai successivi interventi del membro del Comitato esecutivo Isabel Schnabel¹⁰. Pur affermando che il tasso di riferimento è quello sulla DF, il Governing Council intende ridare centralità alle operazioni principali, che continueranno ad essere effettuate "a rubinetto" (*fixed rate – full allotment*). Nelle intenzioni della Bce, questa modalità di assegnazione della liquidità nelle operazioni di prestito, senza limiti di quantità, dovrebbe portare ad un *demand-driven floor-system*. Tuttavia, ciò incontra un limite nel fatto che il tasso applicato alle MRO è tuttora penalizzante, sebbene la penalizzazione sia stata ridotta da 50 a 15 punti base nel settembre scorso. La presenza di una - pur piccola - penalizzazione potrebbe disincentivare le banche dal ricorrere alle MRO nella misura auspicata dalla Bce. A complicare il quadro contribuisce l'annuncio che nel mix di strumenti usati dalla Bce verranno incluse anche le operazioni in titoli, volte a creare un portafoglio strutturale di titoli: strumento tipico di un sistema *supply-driven*. Insomma, nella scelta tra un sistema dove l'eccesso di liquidità sia creato dalla domanda piuttosto che dall'offerta, la Bce è rimasta in mezzo al guado.

Non è un caso se lo stesso Governing Council ha previsto di ritornare sulla materia nel 2026 (anche

prima, se necessario) con una revisione dell'impostazione e dei parametri dell'assetto operativo. Speriamo che in quell'occasione il quadro diventi più chiaro. Nel frattempo, è stata fatta una scelta netta, ma discutibile: quella di non alzare il coefficiente di riserva obbligatoria. Un aumento del coefficiente al di sopra dell'attuale 1% consentirebbe di ridurre i massicci pagamenti in conto interessi dall'Eurosistema alle banche, che implicano anche significativi trasferimenti da un paese all'altro della zona euro (nel prossimo paragrafo approfondiamo questo aspetto). Aumentando il coefficiente di riserva obbligatoria, la BCE potrebbe costringere le banche a trasferire parte della ingente liquidità, attualmente depositata sulla DF e remunerata al tasso applicato a questo strumento, sui conti correnti presso l'Eurosistema, che non ricevono alcuna remunerazione.

5. Eccesso di liquidità e trasferimenti tra paesi dell'area-euro

L'attuale assetto operativo della politica monetaria nell'area euro, basato su di una abbondanza di liquidità, solleva una questione critica: implica ampi sussidi tra i paesi membri, a causa della redistribuzione del reddito monetario all'interno dell'Eurosistema. Naturalmente, questo problema è specifico dell'area euro e del quadro istituzionale dell'Eurosistema, e non si applica ad altri paesi.

La base giuridica per la redistribuzione del reddito monetario nell'Eurosistema è la seguente:

i) l'art. 32.5 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), secondo il quale la somma del reddito monetario delle banche centrali nazionali (BCN) è ripartita tra le BCN stesse in proporzione alle rispettive quote di capitale nella BCE. Tali quote sono le ben note *capital keys*,

¹⁰ Si veda Schnabel (2024 a,b).

calcolate in base alla popolazione e al PIL di ciascun paese membro dell'area dell'euro.

ii) la Decisione della BCE (UE 2016/2248) relativa alla misurazione e distribuzione del reddito monetario tra le BCN degli Stati membri dell'area euro.

Il meccanismo di redistribuzione funziona come segue. All'inizio di ogni anno, il reddito monetario netto dell'anno precedente delle BCN viene messo in comune ("accentrato"); il reddito monetario netto totale dell'Eurosistema viene quindi redistribuito a ciascuna BCN in base alla sua *capital key*. La differenza tra il reddito monetario accentrato da ciascuna BCN nell'Eurosistema e l'importo redistribuito a tale BCN compare nel suo conto economico sotto la voce denominata "Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario" ed è regolata alla fine di gennaio dell'anno successivo a quello di riferimento. Naturalmente, il risultato netto della redistribuzione per ciascuna BCN sarà positivo o negativo, a seconda che il reddito redistribuito a quella BCN sia maggiore o minore del reddito che essa ha accentrato nell'Eurosistema.

A sua volta, il reddito monetario che ciascuna BCN deve accentrare presso l'Eurosistema è pari al reddito annuo derivante da specifiche attività (*earmarkable assets*), che comprendono (tra le altre voci): i prestiti agli enti creditizi dell'area dell'euro relativi alle operazioni di politica monetaria, i titoli detenuti a fini di politica monetaria, i TARGET *balances*¹¹ (se positivi), le disponibilità in oro. Il reddito monetario è calcolato in base al tasso di rendimento effettivo delle attività, ad eccezione di alcune di esse: ad

esempio, i titoli pubblici e i TARGET *balances* (se positivi) sono considerati fruttiferi in misura pari al tasso di interesse applicato alle MRO, l'oro è considerato infruttifero. A fronte di tali attività, vi è la *liability base* che include (tra le altre voci) le passività nei confronti degli enti creditizi dell'area euro, relative alle operazioni di politica monetaria, e i TARGET *balances* (se negativi). Gli interessi sulle passività sono dedotti dal reddito monetario che ciascuna BCN deve accentrare nell'Eurosistema. Il risultato è il reddito monetario *netto* da accentrare nell'Eurosistema.

Queste regole implicano che l'onere di interessi pagati dall'Eurosistema alle banche sulla DF sia condiviso (*pooled*) all'interno dell'Eurosistema stesso. Poiché ciascuna BCN deduce gli interessi pagati sulla DF alle banche del suo paese dal reddito monetario che essa deve accentrare nell'Eurosistema, di fatto quegli interessi gli vengono rimborsati. A fronte di questo rimborso, ogni BCN si fa carico di una quota dell'onere aggregato di interessi sulla DF proporzionale alla sua *capital key*. Se questa è inferiore (maggiore) alla sua quota nella consistenza della DF, risultante dal bilancio consolidato dell'Eurosistema, una BCN guadagnerà (perderà) dal meccanismo di *pooling*: l'onere di interessi che le viene attribuito sarà inferiore (maggiore) a quello che essa ha accentrato presso l'Eurosistema. Naturalmente, questo guadagno/perdita può essere compensato da altre voci che contribuiscono al risultato netto della redistribuzione del reddito monetario tra le BCN.¹²

Le due tabelle seguenti forniscono una misura della redistribuzione dell'onere di interessi sulla DF

¹¹ Ricordiamo che i TARGET *balances* sono i saldi accumulati da ciascuna BCN, nei confronti di tutte le altre, nel sistema dei pagamenti interno all'Eurosistema (TARGET2).

¹² Per approfondimenti sulle regole di redistribuzione del reddito monetario nell'Eurosistema e sulle loro

implicazioni, si vedano: Baglioni (2024 b), Cesaratto e altri (2024), Belhocine e altri (2023), e il riquadro "Reddito monetario" in Banca d'Italia (2024 b).



tra le BCN dell'Eurosistema per il 2023. Nella TAB. 1, la prima colonna riporta la quota di ciascuna BCN nel saldo aggregato – a livello di Eurosistema – della DF (risultante dalla media dei dodici saldi mensili). La seconda colonna riporta la *capital key* di ciascuna BCN. Nella terza colonna, che riporta la differenza tra le due voci precedenti, è possibile notare che alcune BCN hanno una *capital key* significativamente inferiore alla loro quota nel saldo aggregato della DF. Di conseguenza, la Germania, il Lussemburgo, la Francia e altri paesi beneficiano dalla ripartizione dell'onere degli

interessi sulla DF: ad essi viene assegnata una quota di tale onere inferiore alla loro quota nel saldo aggregato della DF. Altri Paesi, in particolare l'Italia e la Spagna, si trovano nella situazione opposta: le loro *capital keys* superano le rispettive quote nel saldo aggregato della DF di oltre dieci e cinque punti percentuali rispettivamente. Di conseguenza, a questi paesi viene assegnata una quota dell'onere complessivo di interessi sulla DF molto superiore alla loro quota nel saldo aggregato della DF.

TAB. 1 – Quota di ogni BCN nel saldo aggregato della DF (2023)* e *capital keys*

	Quota nella DF (A)	Capital Key (B)	(A) – (B)
Germany	31,68%	26,63%	5,05%
Luxembourg	4,75%	0,36%	4,39%
France	24,11%	20,00%	4,11%
Netherlands	8,92%	5,91%	3,01%
Belgium	6,16%	3,67%	2,49%
Finland	3,58%	1,82%	1,77%
Cyprus	0,60%	0,22%	0,38%
Malta	0,15%	0,13%	0,02%
Ireland	2,17%	2,18%	-0,01%
Estonia	0,20%	0,30%	-0,10%
Slovenia	0,25%	0,49%	-0,24%
Latvia	0,14%	0,39%	-0,25%
Austria	2,70%	2,96%	-0,26%
Lithuania	0,25%	0,59%	-0,34%
Croatia	0,37%	0,77%	-0,40%
Slovakia	0,36%	1,15%	-0,79%
Portugal	0,94%	2,33%	-1,39%
Greece	0,81%	2,26%	-1,45%
Spain	6,17%	11,82%	-5,65%
Italy	5,70%	16,02%	-10,32%
	100,00%	100,00%	

* Media di dati mensili.

Quanto sopra risulta confermato dal calcolo degli interessi sulla DF, relativi al 2023, accentrati e ridistribuiti: essi sono riportati nella TAB. 2. La colonna 1 mostra la stima degli interessi pagati da ciascuna BCN alle banche del suo paese e poi accentrati presso l'Eurosistema: gli interessi mensili sono stati calcolati sulla base dei saldi mensili della DF e del relativo tasso di interesse, e poi sommati per l'intero anno. La colonna 2

mostra l'onere di interessi attribuito a ciascuna BCN tramite la redistribuzione del reddito monetario: esso è calcolato moltiplicando l'onere di interessi totale (a livello di Eurosistema) sulla DF (riportato nell'ultima riga della tabella) per la *capital key* di ciascuna BCN. La colonna 3 riporta il risultato netto del meccanismo di *pooling* degli interessi, ossia la differenza tra le due voci precedenti.

TAB. 2 – Guadagni e perdite dalla redistribuzione degli interessi sulla DF - 2023 (milioni di euro)

	Interessi accentrati (A)	Interessi ridistribuiti (B)	Guadagno (+) / Perdita (-) (A) - (B)
Germany	38832	32503	6329
Luxembourg	5750	444	5306
France	29279	24416	4862
Netherlands	10839	7211	3628
Belgium	7528	4479	3050
Finland	4367	2217	2150
Cyprus	741	269	472
Malta	182	157	25
Ireland	2679	2659	20
Estonia	243	364	-121
Slovenia	318	603	-285
Latvia	171	473	-302
Austria	3294	3609	-315
Lithuania	299	720	-421
Croatia	463	945	-482
Slovakia	444	1404	-960
Portugal	1160	2838	-1679
Greece	977	2758	-1780
Spain	7605	14433	-6827
Italy	6883	19553	-12670
TOTALE	122054	122054	

(A) Stima degli interessi accentrati da ciascuna BCN nell'Eurosistema, basata sui saldi mensili della DF nel 2023.

(B) Interessi ridistribuiti, calcolati in base alle *capital keys*.

I numeri riportati nella TAB. 2 forniscono un'approssimazione di quelli reali, poiché si basano su dati mensili anziché su saldi giornalieri della DF (che non sono disponibili pubblicamente).

Tuttavia, la loro entità ci permette di affermare che il meccanismo di *pooling* comporta, almeno per il 2023, guadagni e perdite nazionali piuttosto rilevanti. In particolare, per la Bundesbank



l'interesse redistribuito è inferiore a quello accentrato per oltre 6 miliardi di euro. Da un lato, la Bundesbank ha pagato interessi sulla DF alle banche tedesche per 38,832 miliardi di euro nel 2023. La banca centrale tedesca ha potuto dedurre questi interessi passivi dal reddito monetario da accentrare nell'Eurosistema, ottenendo così una compensazione. D'altra parte, essa ha dovuto contribuire all'onere degli interessi pagati complessivamente dall'Eurosistema sulla DF: tale contributo ammonta a 32,503 miliardi di euro. Poiché l'interesse dedotto dal reddito accentrato è maggiore del suo contributo all'onere d'interessi complessivo, la Bundesbank riceve un sussidio implicito pari alla differenza tra i due: 6,329 miliardi di euro. Per le BCN di Lussemburgo e Francia, questo sussidio è di circa 5 miliardi. All'opposto, per le BCN di Italia e Spagna il risultato della redistribuzione degli interessi sulla DF è negativo per quasi 13 e 7 miliardi di euro

rispettivamente: il loro contributo all'onere di interessi aggregato è maggiore degli interessi dedotti dal reddito monetario accentrato.

Le stime qui riportate risultano confermate, per quanto riguarda il nostro paese, dal bilancio della Banca d'Italia per il 2023: anzi, l'onere della redistribuzione del reddito monetario, derivante dagli interessi sulla DF, è risultato in realtà superiore alla nostra stima. La Tabella 3 riporta la scomposizione del risultato netto della redistribuzione del reddito monetario. Alla riga "Depositi delle istituzioni creditizie" si può osservare che nel 2023 l'Eurosistema nel suo complesso ha corrisposto oltre 130 miliardi in conto interessi al sistema bancario. Il risultato netto della redistribuzione di questo onere per interessi tra le BCN del sistema è risultato negativo, per la Banca d'Italia, per una cifra superiore ai 14 miliardi di euro.

TAB. 3 – Risultato netto per l'Italia della redistribuzione del reddito monetario (2023)*

(milioni di euro)

VOCI	Reddito monetario			
	Totale Eurosistema	Accentrato dalla Banca (A)	Ridistribuito alla Banca (B)	Risultato netto (B-A)
Rifinanziamento alle istituzioni creditizie	26.850	7.831	4.525	-3.306
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (a rischio condiviso)	8.483	703	1.430	727
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (a rischio non condiviso) (1)	127.854	23.984	21.546	-2.438
Crediti intra Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve	1.335	225	225	-
Crediti intra Eurosistema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro	-4.817	1.877	-812	-2.689
Depositi delle istituzioni creditizie	-130.387	-7.850	-21.973	-14.123
Debiti/crediti intra Eurosistema risultanti dalle transazioni TARGET	14.172	-22.769	2.388	25.157
Gap (2)	-2.730	3.998	-460	-4.458
Totale	40.760	7.999	6.869	-1.130

* Fonte: Banca d'Italia (2024 b), Tavola 38 a pag.78.

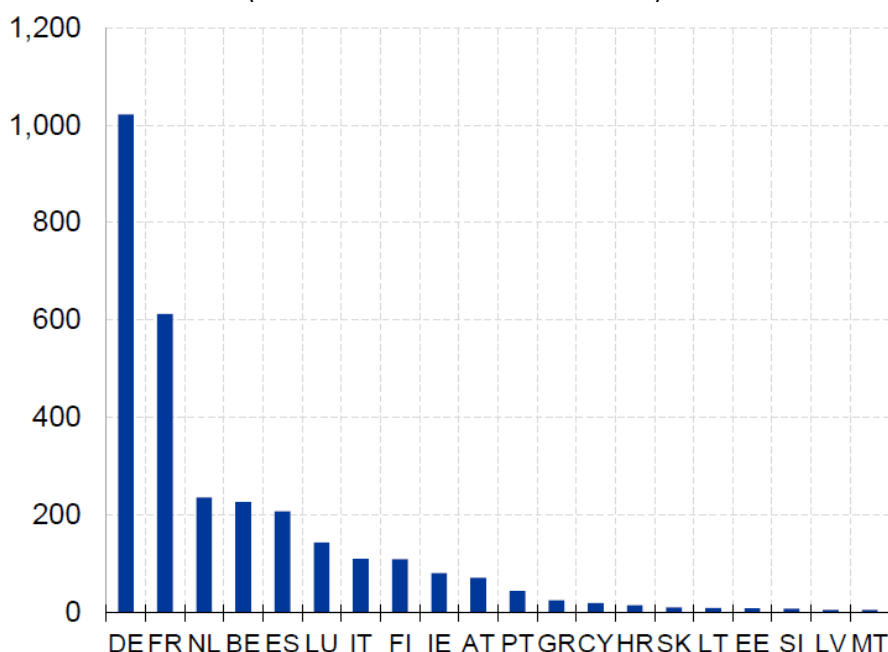
L'evidenza qui riportata mostra che la redistribuzione del reddito monetario all'interno dell'Eurosistema può dare origine a sostanziali

sussidi incrociati tra i paesi membri dell'Eurozona, relativi agli interessi passivi sulla DF. Questo problema è diventato più rilevante oggi di quanto

non lo fosse in passato, a causa dei cambiamenti nell'assetto operativo della BCE. Nell'assetto prevalente prima della crisi finanziaria del 2008, basato sul controllo dei tassi interesse in un contesto di scarsità di liquidità, la dimensione dei saldi depositati dalle banche sulla DF era molto bassa (quasi nulla). Durante gli anni del QE, i saldi depositati sulla DF sono diventati via via più grandi, ma il tasso di interesse applicato a questo strumento era nullo o addirittura negativo (seppure di poco). La normalizzazione della politica monetaria, avviata con l'uscita dalle politiche di QE, ha portato ad un assetto operativo, il cosiddetto "new normal", che si basa sia su un consistente eccesso di liquidità, depositato sulla DF dalle banche della zona euro,

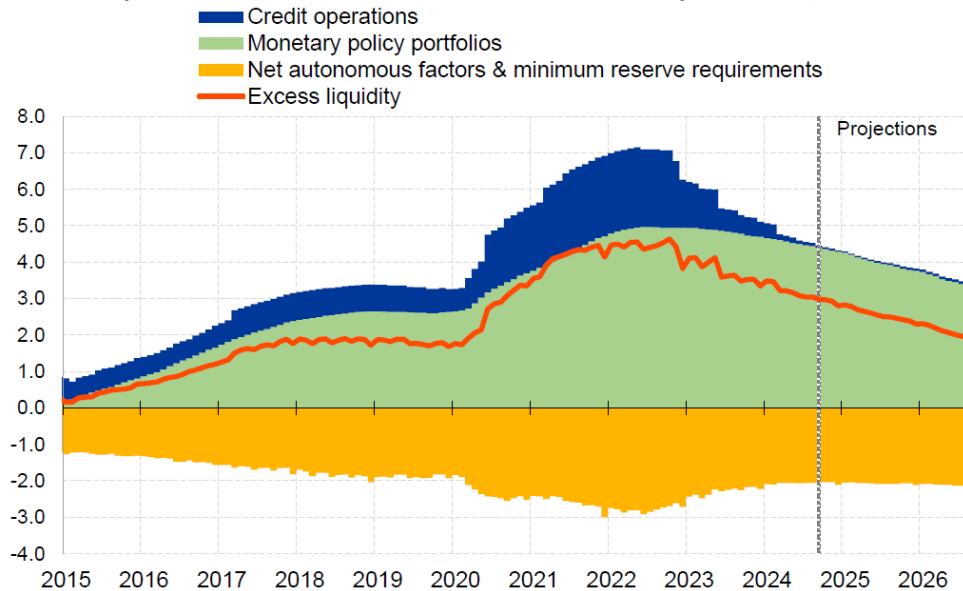
sia su un livello di tassi di policy elevato, seppure attualmente in riduzione. Inoltre, la liquidità in eccesso è distribuita in modo molto disomogeneo all'interno dell'area euro: essa è concentrata presso le banche di alcuni paesi, in primo luogo la Germania (si veda la FIG. 5). Questo fatto genera forti discrepanze tra le quote di ciascuna BCN nello stock liquidità depositata dalle banche presso l'Eurosistema e le rispettive *capital keys*. È la combinazione di un'ampia dimensione della liquidità depositata sulla DF, distribuita in modo disomogeneo tra paesi, e di tassi di policy relativamente elevati che genera la significativa ridistribuzione *cross-country* di interessi pagati sulla DF dall'Eurosistema.

FIG. 5 – Liquidità in eccesso nell'area euro: distribuzione tra paesi
(miliardi di euro – settembre 2024)



Fonte: Schnabel (2024 b)

FIG. 6 – Liquidità in eccesso nell'area euro: dati storici e proiezioni (triloni di euro)



Fonte: Schnabel (2024 b)

Una possibile obiezione è che il 2023 potrebbe essere visto come un anno piuttosto eccezionale, a causa della grande liquidità in eccesso ereditata dalle politiche di QE attuate negli anni precedenti (APP, PEPP e T-LTRO) e della politica aggressiva adottata sul fronte dei tassi di interesse. Tuttavia, l'eccesso di liquidità nell'area euro sarà ridimensionato in misura graduale e solo parziale nei prossimi anni, secondo le previsioni della stessa Bce: si veda la FIG. 6. Per quanto riguarda i tassi di policy, è in corso una graduale riduzione dal livello massimo raggiunto nel settembre 2023 e mantenuto fino al giugno del 2024. Sia la liquidità in eccesso sia il tasso sulla DF rimangono su livelli tali da far sì che la redistribuzione degli interessi pagati dall'Eurosistema sulla DF continui

ad avere una dimensione rilevante per l'anno in corso (e prevedibilmente nel prossimo futuro). A conferma di ciò, le TABB. 4 e 5 riportano le nostre stime per il primo semestre del 2024. Nella Tabella 4 si può osservare che le discrepanze tra le quote di ciascuna BCN nel saldo aggregato della DF e le rispettive *capital keys* rimangono significative e di segno uguale a quello osservato nel 2023. Di conseguenza, la redistribuzione dell'onere di interessi sulla DF tra le BCN presenta nel 2024 gli stessi risultati dell'anno precedente, sia come segno sia come dimensione (tenendo conto che i numeri della Tabella 5 si riferiscono solo al primo semestre del 2024 mentre quelli della TAB. 2 si riferiscono all'intero anno 2023).

Tabella 4 – Quota di ogni BCN nel saldo aggregato della DF (2024 - I SEM)* e *capital keys*

	Quota nella DF (A)	Capital Key (B)	(A) – (B)
Germany	34,14%	26,63%	7,51%
Luxembourg	4,77%	0,36%	4,41%
France	21,75%	20,00%	1,74%
Netherlands	7,77%	5,91%	1,86%
Belgium	6,96%	3,67%	3,29%
Finland	3,18%	1,82%	1,36%
Cyprus	0,64%	0,22%	0,42%
Malta	0,15%	0,13%	0,02%
Ireland	2,56%	2,18%	0,38%
Estonia	0,29%	0,30%	-0,01%
Slovenia	0,26%	0,49%	-0,23%
Latvia	0,18%	0,39%	-0,20%
Austria	2,88%	2,96%	-0,08%
Lithuania	0,31%	0,59%	-0,28%
Croatia	0,40%	0,77%	-0,37%
Slovakia	0,39%	1,15%	-0,76%
Portugal	1,26%	2,33%	-1,06%
Greece	0,77%	2,26%	-1,49%
Spain	6,30%	11,82%	-5,52%
Italy	5,03%	16,02%	-10,99%
	100,00%	100,00%	

* Media di dati mensili per il primo semestre del 2024.

**TAB. 5 – Guadagni e perdite dalla redistribuzione degli interessi sulla DF – 2024 (I SEM)** (milioni di euro)

	Interessi accentrati (A)	Interessi redistribuiti (B)	Guadagno (+) / Perdita (-) (A) - (B)
Germany	22385	17462	4923
Luxembourg	3127	239	2888
France	14259	13117	1141
Netherlands	5094	3874	1221
Belgium	4564	2406	2158
Finland	2085	1191	894
Cyprus	422	145	277
Malta	97	84	12
Ireland	1680	1428	252
Estonia	188	195	-7
Slovenia	173	324	-151
Latvia	120	254	-134
Austria	1886	1939	-53
Lithuania	205	387	-182
Croatia	265	508	-243
Slovakia	259	754	-495
Portugal	827	1525	-698
Greece	505	1481	-976
Spain	4133	7754	-3621
Italy	3297	10505	-7208
TOTALE	65572	65572	

(A) Stima degli interessi accentrati da ciascuna BCN nell'Eurosistema, basata sui saldi mensili della DF nel primo semestre del 2024.

(B) Interessi redistribuiti, calcolati in base alle *capital keys*.

L'allocazione dell'onere di interessi sulla DF all'interno dell'Eurosistema ha una notevole implicazione fiscale. Il risultato netto della redistribuzione del reddito monetario tra le BCN è una voce del loro bilancio, che contribuisce in misura significativa ai loro profitti (o perdite) annuali. A sua volta, il profitto di una BCN viene trasferito al bilancio dello Stato del suo paese, previa deduzione delle spese operative. Le perdite vengono generalmente coperte ricorrendo alle riserve accumulate (grazie agli utili non distribuiti) negli anni precedenti. In ultima analisi, il risultato

della redistribuzione degli interessi tra le BCN ha un impatto sui contribuenti dei rispettivi paesi. E' vero che il guadagno/perdita derivante da tale redistribuzione può essere compensato dalle altre voci che contribuiscono al risultato netto della redistribuzione del reddito monetario tra le BCN. Tuttavia, rimane il fatto che la gestione della politica monetaria, basata sull'eccesso di liquidità e su livelli dei tassi di policy ben al di sopra dello zero, implica trasferimenti fiscali significativi tra i paesi membri della zona euro.

Riferimenti bibliografici

- Baglioni A. (2024 a): Monetary policy implementation. Exploring the new normal in central banking, Palgrave – Springer.
- Baglioni A. (2024 b): Implementing monetary policy with excess reserves: fiscal implications for the euro area, IEP@BU Policy Brief, marzo.
- Banca d'Italia (2024 a): Bollettino economico, 4/2024, ottobre.
- Banca d'Italia (2024 b): Il Bilancio di esercizio (anno 2023).
- Belhocine N., A.V. Bhatia, J. Frie (2023): Raising rates with a large balance sheet: the Eurosystem's net income and its fiscal implications, IMF WP/23/145.
- BCE (2024): Changes to the operational framework for implementing monetary policy, comunicato del Governing Council, 13 marzo.
- Cesaratto S., Febrero E., Pantelopoulos G. (2024): Redistributing central bank profits and losses across the Eurosystem: the Eurosystem's monetary income, FNM Working Paper 104, Macroeconomic Policy Institute.
- Fed (2024): Monetary Policy Report, Board of Governors of the Federal Reserve System, luglio.
- Masciandaro D. (2024): La restrizione silenziosa della Banca centrale europea, Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2024.
- Ref.ricerche (2024): Congiuntura.ref, n.17, 24 settembre.
- Schnabel I. (2024 a): The Eurosystem's operational framework, discorso tenuto al Money market contact group.
- Schnabel I. (2024 b): The ECB's balance sheet reduction: an interim assessment, discorso tenuto alla ECB annual Conference on money markets.