



FONDAZIONE GIANDOMENICO ROMAGNOSI
S C U O L A D I G O V E R N O L O C A L E

Note della Fondazione Giandomenico Romagnosi

Nota 7-2020

Eurobond, Italiabond, Paviabond.

**In attesa della riunione dei capi di Stato e di
Governo del 23 aprile**

Franco Osculati

Aprile 2020

Fondazione Scuola di Governo Locale Giandomenico Romagnosi

Presidente: Andrea Zatti.

Responsabile Scientifico delle Note Brevi: Andrea Zatti.

Nota 7-2020, aprile 2020.

Autore: Franco Osculati.

Eurobond, Italiabond, Paviabond. In attesa della riunione dei capi di Stato e di Governo del 23 aprile.

Eurobond, Italiabond, Paviabond.

In attesa della riunione dei capi di Stato e di Governo del 23 aprile

di Franco Osculati*

Anche prima della crisi del Covid-19 il mondo era inondato da una liquidità ampia come non mai nella storia. Anche i tassi di interesse erano bassi in misura inedita. Con la crisi, i tassi, per il momento, non si discostano dalla situazione pregressa.

Relativamente alla moneta, recentemente Christine Lagarde ha affermato che:

Le nostre nuove operazioni mirate di rifinanziamento forniscono alle banche fino a 3.000 miliardi di liquidità a un tasso di interesse negativo che può raggiungere - 0.75%. ...stiamo acquistando grandi volumi di titoli del settore pubblico e privato...Il nostro programma di acquisti di attività ci consente di acquistare titoli per oltre 1.000 miliardi fino alla fine dell'anno. E, nell'ambito di tale programma, possiamo effettuare gli acquisti in maniera flessibile tra le classi attività e i diversi Paesi¹.

I debiti pubblici si inerpicano verso vette molto elevate, non sconosciute, però, nei periodi bellici.

Il tema di fondo che si pone all'Italia e ad altre economie è come fare per incanalare la liquidità verso gli impieghi migliori. Buon uso della liquidità, mantenimento di tassi bassi e progressivo assorbimento del debito pubblico sono imperativi tra loro intrecciati.

1. Politica monetaria reattiva, politica fiscale monca. Al governo dell'economia provvedono o dovrebbero provvedere la politica monetaria e la

* Vicepresidente Fondazione Romagnosi – Scuola di Governo Locale.

¹ C. Lagarde, *Così la Bce aiuta imprese e famiglie*, Il Sole 24 Ore, 9 aprile 2020.

politica fiscale, sia in tempi normali, sia in momenti di crisi. Al momento, come illustrato dalla Presidente della Bce, sono stati messi in campo provvedimenti di eccezionale portata sul versante monetario e del credito. Meno imponente appare il dispiegamento degli strumenti di finanza pubblica straordinaria che tradizionalmente ruotano attorno all'alternativa tassazione straordinaria (del patrimonio) e debito pubblico (al di là dell'ordinario).

Nell'urgenza dei problemi ci si può forse aspettare che tra i due filoni della politica economica emerga una certa asimmetria dovuta al fatto che i provvedimenti monetari sono di più celere assunzione, come dimostrato dalla Bce dopo un'iniziale esitazione.

La vera e importante differenza è però dovuta al quadro europeo all'interno del quale pochi, tra gli strumenti fiscali e di finanza pubblica che sarebbero necessari, sono a portata di mano.

Rimane che anche le politiche fiscali nazionali richiedono tempo sia nelle procedure di approvazione, sia nella fase di messa a punto (dalla Legge, o Decreto Legge, ai Decreti attuativi, ai Regolamenti) e di attuazione.

2. Siamo all'elicottero? Tra quanti si pongono il problema di come superare la crisi c'è chi tende a considerare cruciale il ruolo della Banca centrale europea (Bce) e chi torna a sottolineare l'importanza del combinato disposto fisco/spesa pubblica/debito pubblico. Siamo tra i secondi, consapevoli tuttavia che la distinzione tra politica monetaria e politica fiscale può rivelarsi assai tenue. Per esempio, uno strumento come l'"*helicopter money*" – che sarebbe la soluzione finale della politica monetaria come lascerebbe intendere la specializzazione accademica dell'inventore dell'espressione, Milton Friedman – se coniugato come "reddito di cittadinanza" (più o meno generalizzato) sarebbe da catalogare tra le misure di welfare state e quindi tra gli arnesi della politica fiscale.

L'uno e l'altro tipo di politica operano attraverso agenzie e apparati già esistenti. Le banche da un lato e i sistemi di ammortizzazione sociale dall'altro. Ma il fatto nuovo cui si assiste è che questi non bastano anche se adeguatamente rifinanziati.

Dal lato della politica fiscale è chiaro che, se si può disporre di strumenti collaudati da lungo tempo (come la Cassa integrazione) o comunque in atto sebbene da poco (come il reddito di cittadinanza), il sistema può reggere all'urto della crisi, se non nell'immediato, in tempi ragionevoli. In questi casi, regole e organizzazioni ad hoc sono già impiantate.

Non ci si può stupire, però, se nascono varie difficoltà di gestione (compresa una quota di abusi) se, assunta l'esigenza di erogare un bonus da 600 euro al lavoro autonomo e irregolare, in pochi giorni le relative domande (al 18 aprile) hanno superato i 3.1 milioni, di cui 120 mila di iscritti all'Ordine degli Avvocati e qualche centinaio di iscritti all'Ordine dei Notai. Per il complesso degli interventi rivolti ai lavoratori, l'Ufficio parlamentare del bilancio ha stimato che il decreto "Cura Italia" (18/2020) individua una platea di soggetti destinatari delle provvidenze di vecchio e nuovo conio vicina ai 17 milioni, che peraltro non comprende una categoria numerosa come i collaboratori domestici.

Il Governo italiano ha predisposto (qui non consideriamo i 200 miliardi per l'esportazione) un intervento fino a 200 miliardi per fornire liquidità alle imprese addossando allo Stato la garanzia totale di prestiti fino a 25.000 euro e fino al 90% per importi superiori. Al netto dei problemi connessi alle procedure bancarie, è già emerso che il canale creditizio può incorrere nell'inconveniente di una crescita abnorme dei crediti non performanti. Accanto ai prestiti servirebbero trasferimenti diretti alle imprese per coprire le spese operative (o quanto meno le commissioni bancarie e gli interessi) e, addirittura, per compensare le perdite di fatturato².

Si è sempre pensato che i cali di fatturato si curassero con il sostegno della domanda aggregata da ottenere *via* politica fiscale (riduzione delle imposte e aumento della spesa pubblica: tutta tranne trasferimenti diretti alle imprese) e *via* politica monetaria. Ora si tratterebbe di mettere in atto, verso le imprese, erogazioni a fondo perduto assolutamente inedite.

3. Il Pil che manca. Il settore del turismo in Italia valeva il 13% del Pil, con circa 3 milioni di addetti. E' passata la Pasqua con fatturato tendente a zero e la stagione estiva è un'incognita. Di quei 13 punti quanti se ne salveranno? Anche partendo da questo solo settore è facile rendersi conto delle dimensioni del tonfo in atto del Pil. Il Fondo monetario internazionale stima -9.1% per il 2020 e una ripresa del 4% nel 2021. Se così fosse a dicembre 2021 avremmo un livello del Pil ancora inferiore di circa 5 punti rispetto al livello di dicembre 2019, il quale nel pro capite era simile al livello 1999.

Non possiamo aspettarci nessun Piano Marshall perché (a differenza di quanto avvenuto nel dopoguerra) nessuna potenza straniera finanzia

² Si veda riassuntivamente L. Serafini, *Bankitalia: prestiti ok, poi trasferimenti diretti*, Il Sole 24 Ore, 19 aprile 2020.

trasferimenti a fondo perduto verso l'Italia. Come nei momenti migliori della nostra storia, per riprenderci dovremo saper trovare un intreccio virtuoso tra l'intelligenza collettiva rappresentata dallo Stato, la capacità imprenditoriale e l'operatività sapiente di chi usa le mani (operai e tecnici) e di chi usa la testa (docenti, studenti e intellettuali vari).

Nel discorso della ripresa rientra la nota questione del moltiplicatore (del reddito a opera di spesa pubblica e di riduzione delle imposte, essendo quest'ultima molto improbabile se non in modo molto selettivo).

Riguardo al moltiplicatore emergono due considerazioni di larga massima, non proprio confortanti. Normalmente, tra i vari tipi di spesa pubblica, sono gli investimenti a mostrare l'effetto moltiplicativo più ampio. In questo periodo, malauguratamente siamo costretti ad indebitarci pesantemente anche per spese correnti (un esempio per tutti, per acquistare mascherine). Normalmente, in caso di rallentamento di una sola economia tra economie che procedono con il loro passo consueto, il moltiplicatore in recessione è più elevato che nei momenti di crescita. Nella crisi attuale il rallentamento delle economie è generale ma non uniforme. Nei Paesi con i maggiori guasti da pandemia, come l'Italia, probabilmente la propensione all'importazione cresce e il moltiplicatore si riduce.

4. Il Parlamento europeo. Un quadro ampio, sebbene non esaustivo, degli interventi necessari alla scala europea è stato tracciato nella risoluzione del Parlamento europeo nell'assemblea del 17 aprile. Il Parlamento:

Invita la Commissione a proporre un massiccio pacchetto di investimenti per la ripresa e la ricostruzione a sostegno dell'economia europea dopo la crisi, che vada al di là di ciò che stanno già facendo il meccanismo europeo di stabilità (Mes), la Banca europea per gli investimenti (Bei) e la Banca centrale europea (Bce) e che si inserisca nel nuovo quadro finanziario pluriennale (Qfp); ritiene che detto pacchetto dovrebbe essere messo in atto per tutto il perdurare delle perdite economiche provocate da questa crisi; ritiene che gli investimenti necessari potrebbero essere finanziati attraverso un Qfp ampliato, i fondi e gli strumenti finanziari dell'Ue esistenti e obbligazioni a sostegno della ripresa garantiti dal bilancio dell'Ue; ritiene che tale pacchetto non dovrebbe comportare la mutualizzazione del debito esistente e dovrebbe essere orientato a investimenti futuri³.

³ Paragrafo 19.

Specificamente il Parlamento europeo:

Invita gli Stati membri dell'eurozona ad attivare i 410 miliardi...ricorda che la crisi non è responsabilità di un determinato Stato membro e che obiettivo principale dovrebbe essere quello di combattere le conseguenze della pandemia...con linee di credito con scadenze a lungo termine...a tassi competitivi e condizioni di rimborso connessi alla ripresa delle economie degli Stati membri⁴.

A parte il riferimento a tassi “competitivi” che può essere equivoco (forse frutto della traduzione), lo spazio e la funzione del Mes che sembra delineare il Parlamento europeo sono più ampi del Mes attuale (del quale prima della pandemia era in atto un processo di revisione) e del Mes quale risulta dal resoconto della riunione dell'Eurogruppo del 9 aprile.

5. Il Mes uno e due. Riprendo un brano di Sergio Fabbrini, studioso dell'integrazione europea, firma di riferimento del “Sole” e, soprattutto, fervente europeista:

...il Mes è stato pensato per affrontare crisi finanziarie che colpiscono singoli Stati...E' sbagliato perché il Mes è uno strumento esterno al sistema dell'Ue, essendo il risultato di un accordo internazionale tra i suoi Stati firmatari. Fu istituito (nel 2012) per prendere il posto di un altro strumento finanziario per l'aiuto agli Stati, il Meccanismo europeo di stabilizzazione (Mesf del 2010), che era invece interno al sistema legale dell'Ue. Non era affatto necessario, allora, dare vita a uno strumento intergovernativo come il Mes. Venne istituito per ridurre il ruolo della Commissione, per esautorare il Parlamento europeo, per magnificare il potere decisionale e di veto di alcuni grandi Paesi⁵.

Nel 2017 la Commissione propose di integrare il Mes nell'ordinamento istituzionale Ue ma non se ne fece nulla.

Il Mes aveva alla sua istituzione la possibilità di erogare finanziamenti fino a 700 miliardi. Ora, dopo aver erogato varie somme a Irlanda (che non è esattamente un Paese povero), Portogallo, Spagna, Grecia (destinataria di più di 200 miliardi su un totale di 300) e Cipro, la “potenza di fuoco” è scesa a 410 miliardi. Il Mes si approvvigiona sul mercato con titoli a tassi fissi o variabili. Ma ha un capitale “proprio” di 80 miliardi. Di questi 14.3 miliardi

⁴ Paragrafo 26.

⁵ S. Fabbrini, *La banalità dei pregiudizi e l'intelligenza dei problemi*, Il Sole 24 Ore, 5 aprile 2020.

sono stati versati dall'Italia. I prestiti concessi dal Mes devono prevedere la completa copertura dei costi operativi e includere un margine "adeguato".

Va notato che 14,3 miliardi (remunerati?) sono una cifra più che significativa. Per un ordine di confronto: un ponte della Becca nuovo costerebbe attorno ai 120 milioni. Con quei soldi finanzieremmo cento ponti. Dove siamo andati, noi italiani, a reperire i 14,3 miliardi da girare al Mes? Essendo il finanziamento del Mes una spesa una tantum, in conto capitale, ci siamo correttamente indebitati. Il che vuol dire che il nostro debito pubblico, per grande che sia, non è dovuto solo a spese inutili (come da incessanti querimonie dei nostri iper liberisti).

Dal comunicato dell'Eurogruppo a seguito della riunione del 9 aprile, nella parte riguardante il Mes:

La linea di credito sarà disponibile finché non sarà terminata la crisi del Covid-19. In seguito gli Stati membri dell'eurozona rimarranno impegnati a rafforzare i fondamentali economici e finanziari, coerentemente con la coordinazione economica e fiscale Ue e la piattaforma di sorveglianza.

La linea di credito di cui sopra sarebbe un finanziamento a tassi e durata da definire per spese nel campo della sanità, per un massimo del 2% del Pil 2019. Per l'Italia sarebbero circa 37 miliardi. Dopo di che si tornerebbe a *business as usual*, come da frase riportata. In questa vale la pena di notare le espressioni: a) fine "crisi Covid"; b) "fondamentali economici e finanziari", "coordinazione" e "sorveglianza".

Quando finirà la pandemia? Non lo sa nessuno. Comunque non suonerà una campanella e tutti usciranno. A parte questo, fissare il perimetro alla spesa nella sanità e indicare puntigliosamente il termine dell'intervento nella fine della crisi Covid indica che l'idea formalmente condivisa dell'Eurogruppo è che il problema sono state le spese straordinarie per l'acquisto delle mascherine, il pagamento degli straordinari agli infermieri e simili. Il che è tutto vero, ma il problema economico molto più grande che ci troveremo di fronte sarà costituito da tutto il resto, cioè dalle conseguenze del fermo per mesi del 70% dell'attività produttiva, con connessi fallimenti a non finire e disoccupazione dilagante.

Rafforzare i fondamentali economici? E che altro, sennò? Ma attraverso il rafforzamento finanziario? Se per questo si intende la riduzione veloce del debito e dell'indebitamento pubblico tramite austerità ci inoltriamo lungo una strada scabrosa, già percorsa e con esiti negativi.

E che questo sia il contenuto dell'accordo lo si capisce dall'uso dei termini e dei concetti di "coordinamento" e soprattutto di "sorveglianza". Queste parole ricorrono più volte nel "Six pack" che è l'insieme dei regolamenti che traducono e integrano nel diritto comunitario il Fiscal compact.

Parlare di coordinamento delle politiche fiscali, soprattutto in questo momento, è il massimo dell'ipocrisia. Già al tempo del Trattato di Maastricht e della creazione della moneta unica (oltre 30 anni fa) si ragionò nel seguente modo: mettiamo insieme la moneta, non mettiamo insieme la politica fiscale, ma facciamo in modo che i singoli Governi preparino ed attuino delle "leggi finanziarie" (o comunque denominate, cioè leggi di bilancio e politiche fiscali) nelle quali si tenga in qualche modo conto dei costi e dei benefici che si possono creare anche nelle economie degli altri Paesi membri. Non se ne è mai fatto nulla. E non se ne è fatto nulla specialmente negli ultimi anni. Invano il Fondo monetario internazionale, a fronte della bassa crescita del Pil dell'eurozona (e connessa disoccupazione) ha più volte invitato in particolare la Germania ad intraprendere la via della crescita propria e dei partner mediante una politica fiscale meno arcigna del solito. Il che avrebbe comportato probabilmente una riduzione dell'imponente e perdurante avanzo della bilancia dei pagamenti tedesca, la cui anomalia rispetto alla logica di un'unione monetaria non sarà mai sottolineata abbastanza.

Senza dire che nella proposta di riforma del Mes (al momento sospesa) si afferma che il Mes stesso non dovrebbe essere usato per coordinare le politiche economiche degli Stati membri⁶.

Nel dibattito di questi giorni, qualcuno ha notato che l'accensione di prestiti presso il Mes comporterebbe il vantaggio di accedere all'Omt (*Outright Monetary Transaction Programme*), ovvero allo strumento di politica monetaria accomodante (sarebbero acquisti, da parte della Bce, quasi illimitati con maturità 1-3 anni) creato nell'agosto del 2012 e mai attuato. Un programma Omt deve essere approvato dall'Eurogruppo. Secondo i documenti del 2012 l'Omt deve essere concesso dietro condizionalità "*strict and effective*". Tirare in ballo l'Omt in questo momento non sembra dunque una buona mossa se si vogliono stoppare le perplessità sul Mes.

Messo da parte l'Omt, non si può non notare che la questione della condizionalità si intreccia con la durata degli eventuali prestiti accordati in sede Mes. Se da un lato è più che utile che i prestiti Mes, non a differenza

⁶ Considerando 15A.

degli altri, siano a lunga scadenza, dall'altro lato, si può temere che più lunga è la maturità dei prestiti e più probabile è che finisca la moratoria della condizionalità. Se la crisi dura un anno e i prestiti sono di pari durata, tutto finisce lì. Se la prima è di un anno e i loans di cinque, si può temere che si rimanga agganciati al Mes con una ripresa della condizionalità. Attualmente il Mes si indebita sul mercato a cinque e a dieci anni (a tassi prossimi allo zero). Caricati di una commissione tali finanziamenti potrebbero essere girati agli Stati richiedenti. Tuttavia, Lucrezia Reichlin dal comunicato dell'Eurogruppo ha notato che:

Si intuisce che la scadenza prevista sia di due anni alla fine dei quali, se non si fosse in grado di rimborsare il prestito, non ci sarebbe altra scelta che attingere alla linea di credito tradizionale che richiede condizionalità⁷.

In sostanza, al solito il diavolo si nasconde nei dettagli.

6. Support to mitigate unemployment risks in an emergency (Sure).

E' una proposta della Commissione che deve essere approvata dal Consiglio. La finalità è di aggiungere un supporto europeo ai sistemi di integrazione salariale e ai sistemi di aiuto ai lavoratori autonomi nazionali. Anche questo strumento è concepito come temporaneo. Sarebbe la Commissione a contrarre prestiti per finanziare gli Stati a condizioni "favorevoli". Il sistema si basa su garanzie fornite dagli Stati membri per un massimo complessivo di 25 miliardi, somma che consentirebbe di erogare finanziamenti fino a un massimo di 100 miliardi per i 27 Paesi Ue. Non sembra che al momento sia stata fissata una quota rispettiva di ciascun Paese; presumibilmente varrà il peso relativo del Pil. Sul sito ufficiale Ue si legge: «Lo strumento entrerà in funzione una volta che tutti gli Stati membri si saranno impegnati in elazione a tali garanzie». Se fosse effettivamente così non si possono escludere veti singoli e tempi lunghi.

7. La Banca europea investimenti (Bei). Al momento sembra essere la parte più solida di quanto approntato o in via di allestimento per fare fronte alla crisi. E' un'istituzione collaudata, risalente al 1957. Ora ha un capitale sottoscritto di 243 miliardi, di cui Francia, Germania e Italia detengono il 60% (in parti uguali). Ha una raccolta sul mercato di 450 miliardi e 600 miliardi di crediti (al 90% verso operatori pubblici e privati Ue). Nel 2019,

⁷ L. Reichlin, *La trattativa per la ripresa: ecco cosa chiedere all'Europa*, Corriere della Sera, 16 aprile 2020.

con finanziamenti pari a 63 miliardi, ha mobilitato 280 miliardi di investimenti. Giusto l'accordo dell'Eurogruppo del 9 aprile, la Bei sarà rinforzata con un fondo "pan-europeo" da 25 miliardi, con una probabile leva fino a 200 miliardi.

8. Eurobond. Sui bond europei, tanto auspicati da una parte e altrettanto criticati dall'altra, con certezza sappiamo soltanto che vengono chiamati con vari altri termini: Coronabond, Covidbond, Recoverybond. Si tratterebbe di un'emissione di titoli di debito pubblico europeo che, anche secondo i Trattati, sarebbe possibile effettuare dalla stessa Commissione, cioè dagli organi essenziali dell'Ue. L'incarico di emettere titoli di questo tipo potrebbe essere assegnato anche ad altri soggetti, da individuare e istituire. Il significato storico e politico sarebbe massimo se gli eurobond fossero collocati all'interno del bilancio settennale Ue a partire dal 2021 (anche soltanto in una voce di spesa rappresentata dal servizio del debito che, se i titoli emessi fossero a scadenza superiore ai sette anni, nel prossimo bilancio sarebbero rappresentati soltanto dal pagamento degli interessi).

Sul piano finanziario e dei rapporti internazionali (come filtrati e distorti dalla politica) sono chiari i vantaggi e gli svantaggi degli eurobond. Se a indebitarsi sui mercati fosse l'Ue (o in subordine l'insieme dei Paesi), il rendimento richiesto sarebbe inferiore a quello richiesto per collocare titoli italiani, spagnoli, portoghesi, greci e forse anche francesi. I titoli austriaci, tedeschi, olandesi e di qualche altro Paese continuerebbero a spuntare sui mercati interessi più bassi. Questo nell'ipotesi che Austria, Germania e Olanda non siano costrette ad indebitarsi in eurobond. Non si vede perché questa ipotesi non sia quella ovvia. Il rischio per i Paesi forti rimarrebbe nella garanzia, "mutualizzazione", prestata all'indebitamento dei Paesi deboli.

Questo rischio, però, ha o avrebbe una quantità. Si parla di un importo di 1.000 miliardi, meno dell'1% del Pil dei 27. L'operazione inoltre non inciderebbe su un solo anno.

Un aspetto che passa sotto silenzio riguarda l'identikit del creditore. Un aspetto che forse merita qualche approfondimento. Chi acquisterebbe i bond europei? Si dice genericamente i mercati. Ma all'interno dei mercati sono inclusi anche i risparmiatori tedeschi e quelli italiani. Riguardo ai primi si può ricordare che svariate fonti tedesche per anni lamentano che il risparmio in Europa è remunerato molto poco. Un eurobond con livelli di sicurezza simili al bund ma con un rendimento superiore al bund non sarebbe forse

appetibile? Per il risparmiatore italiano un eurobond sarebbe più appetibile di un Btp dal punto di vista della sicurezza ma meno dal punto di vista del rendimento. Sarebbe quindi un'occasione per diversificare il portafoglio.

Un prestito, anche sotto forma di titolo pubblico, può rappresentare una forma di trasferimento dal creditore al debitore. Ammesso che ciò mai avvenga con gli eurobond in parte sarà da creditori italiani a debitori italiani. Si ponga attenzione alle cifre che esporremo nel prossimo paragrafo.

9. Risparmi italiani e debito patriottico. Nell'autunno del 1941 la Wehrmacht è alle porte di Mosca. Stalin è alle strette. Compie due mosse. Chiama le truppe siberiane, che non hanno freddo, e vincono. Fa un discorso, il 7 novembre. Chiama alla guerra patriottica, la madre Russia risponde, verrà Stalingrado e vince.

Se questa del Covid è una guerra economica, abbiamo truppe di riserva e patriottismo? Certo non abbiamo Stalin, ma qualcosa si potrebbe fare.

Le nostre truppe di riserva sono nei seguenti numeri (al dicembre 2017, ultimo dato disponibile da Banca d'Italia). Ricchezza netta delle famiglie italiane, 9.743 miliardi, otto volte il reddito disponibile (come nessuno in Europa). Valore delle abitazioni, 5.246 miliardi. Attività finanziarie, 4.374 miliardi. Passività, 926 miliardi. Attualmente (dato del mondo bancario) i depositi (a tasso zero o giù di lì) sono attorno ai 1.500 miliardi. Nel febbraio 2020 sono aumentati di 89 miliardi.

L'indebitamento delle famiglie rispetto al reddito disponibile è dell'87% in Italia: tra i super rigoristi l'Olanda è al 239% e la Danimarca al 281%. I mutui per abitazioni residenziali in Olanda ammontano a 720 miliardi, in Italia a 383⁸.

Le truppe ci sono (anche se taluni valori, come quelli azionari, sono in diminuzione data la crisi).

Il patriottismo? Perché no? Un'emissione del Tesoro, un'emissione retail, sottoscritta da 10 milioni di italiani per un importo medio di 4.000 euro fornirebbe 40 miliardi. Tre o quattro più del Mes (versione uscita dall'ultima riunione dell'Eurogruppo).

Un'ipotesi scolastica? Potrebbe e (secondo me) dovrebbe non esserlo anche perché nel Paese c'è consapevolezza delle difficoltà e già si sono manifestate proposte di interventi solidaristici sul sistema fiscale. In realtà, tra tasse (sul reddito o sul patrimonio) un po' più alte e tassi (d'interesse su

⁸ Galullo R. e A. Mincuzzi, *Olanda nel mirino dell'Fmi: troppo alto il debito delle famiglie*, Il Sole 24 Ore, 21 aprile 2020.

prestati al Tesoro) un po' più bassi può non esserci grande differenza. Sennonché per aumentare un pochino l'aliquota dell'Irpef o per accrescere un pelo la presa dell'imposizione patrimoniale ci vuole tempo. Invece un'emissione straordinaria di Btp, a 10 o 15 anni, con un tasso basso può essere lanciata quasi subito. Chiamiamola, per esempio, "Salute Italia".

Rimane, ad ogni buon conto, che dovremo fare molto da noi. In tante incertezze e difficoltà, il forte risparmio delle famiglie italiane è un punto d'approdo tranquillizzante.

10. "Fare da noi" locale. Anche negli enti locali e segnatamente nei Comuni ci si confronta con l'esigenza di aumentare la spesa corrente per scuola e assistenza ma senza sacrificare gli investimenti, che sono stati per troppi anni compressi determinando una causa non secondaria del rallentamento dell'economia italiana che dura da anni. A parte la questione delle procedure dei progetti e degli appalti, cui si dovrà finalmente venire a capo, l'approvvigionamento finanziario seguirà i canali consueti. Tuttavia, in materia di finanziamenti, ci sono due temi che dovrebbero essere messi a fuoco.

Il debito pubblico locale, a differenza di quello nazionale, offre ai risparmiatori un più facile controllo sulla contropartita del credito accordato. Se il Comune promette credibilmente di utilizzare il credito che gli accorda per la manutenzione straordinaria della scuola che frequenterà mio figlio, posso rinunciare a una parte del rendimento che potrei ottenere indirizzando altrove il mio investimento finanziario. I Buoni comunali e provinciali potrebbero essere visti sotto queste luci e utilizzati più ampiamente dell'ordinario.

Come in altri settori dell'economia, piccolo non è più bello. In provincia di Pavia esiste ancora una quantità di Comuni di dimensioni minime che vanno accorpati. Lo stesso vale per le società partecipate da Provincia e Comuni. Vanno accorpate non solo sotto il profilo operativo ma anche sotto il profilo finanziario. L'idea da esplorare è di unificare le Asm della provincia, con Pavia Acque e qualche altra partecipata, in modo che si possano emettere obbligazioni per i risparmiatori privati. Tali obbligazioni avrebbero il vantaggio di non rientrare nel conteggio del debito pubblico che vale da Maastricht e derivazioni.

11. Temi difficili, tempi interessanti. In conclusione assisteremo ad un forte incremento del debito pubblico. Sarà tutto "italiano" salvo che per la

parte costituita dai possibili o futuribili eurobond. Sebbene non nell'immediato, si perpetua e si accresce il contesto che porta all'aumento dello *spread*, fenomeno che si potrà tenere a bada in piccola misura con soluzioni patriottiche, più o meno volontarie, e soprattutto attraverso la Banca centrale. Se lo vorrà o potrà fare è l'incognita dei prossimi anni.

Nella storia si riscontra che l'assorbimento di livelli elevati del debito pubblico può richiedere più generazioni. A meno che non intervenga l'inflazione. Non è necessaria un'inflazione distruttrice a due cifre ma certo con un livello del deflatore del Pil attorno all'1% come negli ultimi anni probabilmente per l'Italia non basteranno altri decenni di austerità per ridurre nettamente il rapporto tra stock di debito e Pil.

Riguardo al breve termine non si può non sottolineare la limitatezza degli importi previsti in attesa degli eurobond. Il Sure, pur al lordo del contributo che deve garantire il nostro Paese, e ammesso che non insorgano lentezze procedurali tra Stati, promette un intervento dello stesso ordine di grandezza di quanto si è speso in un mese per la cassa integrazione e provvedimenti analoghi.

Il Mes, al di là dei suoi limiti costitutivi e della condizionalità, offrirebbe 36 miliardi, cioè molto di meno del costo del "decreto di aprile" in preparazione in questi giorni.

La Bei, tuttavia, potrà integrare la provvista del sistema italiano per un importo più consistente ma probabilmente in un arco di tempo abbastanza lungo.

Tutto sarà molto utile ma insufficiente. Sono necessari gli eurobond. Senza, per l'Italia aumenteranno le difficoltà e per l'Europa un'ulteriore battuta d'arresto. Probabilmente la peggiore della storia.