

Una nuova visione del debito dell’Unione*

di Maria Teresa Salvemini

1. La norma sull’obbligo del pareggio

Tra le norme che riguardano il bilancio dell’Unione, nel Trattato di Lisbona, ne troviamo una, l’art. n. 310 (ex n. 268), che impone che “nel bilancio entrate e spese devono risultare in pareggio”. Questa norma ripete quanto già scritto nel Trattato istitutivo della Comunità europea. Questa regola non solo non è stata modificata nei trattati successivi, ma nessuno ha mai seriamente proposto di farlo. Anche nei momenti politicamente difficili, quando si è discusso sulla distribuzione delle risorse e degli oneri fra i paesi membri, il tema della revisione di questa norma è stato del tutto assente. E anche nella fase più recente, di rilettura e riscrittura dei Trattati, non si è avanzata da nessuna parte la proposta di modificare o cancellare questa norma.

La cosa può apparire singolare a chi consideri che si tratta di una norma di rango costituzionale, e che in nessun paese del mondo (o almeno in nessun paese importante, a noi noto) esiste in costituzione una norma di questo tipo.

Vi era stata, invero, a partire dagli anni cinquanta del secolo scorso, una cospicua corrente di pensiero che aveva lavorato sulle “scelte pubbliche” e che aveva rifiutato l’attivismo in materia di politica di bilancio sulla base di una serrata critica all’idea dell’esistenza di un *policy maker* benevolente. Questa corrente fu poi rafforzata, nei due decenni seguenti, dal dibattito sulle condizioni alle quali una politica di spesa in disavanzo può essere efficace. La conclusione normativa, che teneva conto sia di una premessa di valore (l’incapacità della classe politica di agire come il *policy maker* dei modelli) sia di una serrata critica alla possibilità che anche un ottimo *policy maker* possa avere le informazioni o gli strumenti necessari per ottenere gli obiettivi desiderati, era una ricetta “costituzionalista”. Si suggeriva l’adozione di una norma che imponesse il pareggio del bilancio. Ove tale norma non potesse essere introdotta, si suggeriva almeno di ridurre, attraverso regole procedurali o comportamentali, gli spazi di discrezionalità nelle decisioni di

* Contributo per il Gruppo ASTRID sul Bilancio europeo.

bilancio. In vari modi, nei vari Paesi, questa seconda linea fu seguita, e furono introdotte regole volte a limitare la discrezionalità in materia di disavanzo e di debito

Ma solo nel Trattato europeo la norma fu inserita, con la sua rigidità.

2. Origine della norma

Due domande si pongono dunque, preliminarmente. Primo, perché questa norma fu introdotta. Secondo, se l'ideologia, o la teoria sociologica ed economica, che vi sta dietro, siano ancora oggi tanto forti da giustificarne la permanenza.

Nel 1957, quando la regola del pareggio fu stabilita, il bilancio della Comunità era solo un bilancio che serviva ad assicurare il funzionamento delle amministrazioni create per gestire la Comunità economica europea. Un bilancio "corrente", dunque, per il quale non vi era necessità, né giustificazione, di spese in disavanzo. Al contrario, nei Trattati della Ceca e dell'Euratom si ritenne di dover consentire le operazioni di prestito.

Una sola eccezione fu consentita alla regola del pareggio: la Comunità negli anni ottanta poté emettere debito per finanziare Stati membri in difficoltà di bilancia dei pagamenti, nell'ambito del Sistema monetario europeo. Questa eccezione fu collegata all'art. 308 del Tce, secondo il quale «se un'azione della Comunità appare necessaria per realizzare, nel funzionamento del Mercato comune, uno degli obiettivi della Comunità, senza che il presente Trattato abbia previsto i poteri d'azione richiesti a questo effetto, il Consiglio, decidendo all'unanimità su proposta della Commissione, avendo sentito il Parlamento europeo, prende le disposizioni appropriate». Questo articolo, nel Trattato di Lisbona è rimasto, ma è stato integrato prevedendo l'intervento del Parlamento europeo, e ponendo diverse limitazioni. In realtà, non solo le operazioni di prestito relative allo scopo di difesa delle bilance dei pagamenti sono state tanto limitate da non costituire una vera eccezione al principio del pareggio, ma soprattutto, come avremo modo di argomentare in seguito, esse appaiono definibili come "operazioni finanziarie", e come tali non classificabili tra le spese ordinarie del bilancio, tra le voci da considerare nel calcolo del saldo.

3. Il ruolo del bilancio e la regola del pareggio

Al bilancio europeo era difficile attribuire, inizialmente, funzioni che giustificassero l'emissione di debito.

In una prima fase, vi era solo da finanziare le strutture che assicuravano il funzionamento degli organismi comunitari, in particolare la Commissione e i suoi uffici. Nessuno dei compiti tradizionali di un bilancio statale – stabilizzazione, redistribuzione, allocazione- erano immaginati, se non altro perché la Comunità non era (e non è) uno Stato, almeno nel senso usuale del termine. All’aspirazione e al progetto federalista si è durevolmente opposto un progetto di area di libero scambio. L’evoluzione storica ha visto la nascita di una Unione del tutto innovativa nei suoi contenuti, ma che certo ha rinviato ad un futuro lontano e indistinto ogni qualificazione giuridica che parlasse dell’Unione come di uno Stato.

Il successo del progetto europeo risiede nella sua unicità storica. Ma anche le incertezze del suo cammino derivano da questa unicità. Non deve sorprendere che il tema del bilancio, cioè il tema di cosa si vuole fare attribuendo all’Unione risorse da spendere, appaia ugualmente incerto, ugualmente frutto di situazioni storiche più che di un disegno istituzionale preciso.

Al bilancio dell’Unione non sono stati attribuiti, né sono attribuibili, per una serie di ragioni, prima fra tutte la sua modesta dimensione, compiti di stabilizzazione anticiclica. Nel sistema istituzionale europeo questo compito spetta, eventualmente, agli Stati, ognuno nella propria sfera di sovranità, salvo i confini posti, per alcuni degli Stati membri, dalla sottoscrizione del Patto di stabilità e crescita. D’altra parte, l’idea che con la manovra del disavanzo pubblico si possano perseguire obiettivi di stabilizzazione è tra quelle più contestate nel dibattito teorico degli ultimi trenta o quaranta anni. Inoltre, un bilancio che possa essere manovrato in maniera anticiclica presuppone un pieno possesso di tutte le leve di entrata e di spesa, e non è certo questo il caso del bilancio dell’Unione.

Al bilancio dell’Unione non vengono attribuiti compiti di redistribuzione dei redditi personali. Le poche politiche sociali che vengono finanziate nel bilancio fanno riferimento essenzialmente alla sfera dei diritti fondamentali, quelli che troviamo scritti nel Trattato come norme fondanti, e non sono finalizzati a spostare risorse dall’una all’altra categoria di cittadini. Ed è logico che sia così. Le politiche redistributive rappresentano l’esito di conflitti tra gruppi e classi, un esito altamente “politico”. Nulla vi è nella costruzione europea che risponda alla necessità di dare una risposta a questi conflitti. Nessuna soluzione appare collegata a scelte politiche, cui i cittadini siano chiamati a partecipare.

4. Il bilancio e la produzione di beni pubblici europei

Al bilancio dell’Unione possono invece essere attribuite finalità allocative, ma in un senso molto particolare, che va attentamente definito.

Come abbiamo argomentato in precedenza¹ il processo di costruzione dell’Unione appare caratterizzato, negli anni, da due diverse linee evolutive, per quanto riguarda il bilancio. Da una parte, vi è la “messa in comune” di alcune politiche economiche settoriali. È significativo il fatto che queste politiche messe in comune, delle quali si auspicava il finanziamento con “risorse proprie” della Comunità, di fatto, e sempre più, sono state finanziate tramite risorse tratte dai bilanci degli Stati, il che appare coerente con il processo che ne sta alla base.

L’altra linea evolutiva è quella che ha incardinato nell’Unione una capacità propria di fare politiche di spesa che vanno a vantaggio di tutti i cittadini, i cui prodotti cioè sono beni indivisibili, non esclusivi. Una capacità di produrre Beni pubblici. Nel processo di costruzione dell’Unione è emerso con crescente chiarezza il fatto che se vi era un valore aggiunto europeo nel mettere in comune politiche già esistenti, ancora più significativo poteva essere questo nel caso di politiche che gli Stati da soli non potevano portare avanti. Le politiche allocative più interessanti divenivano così quelle rivolte alla produzione di Beni pubblici europei. Ma per queste politiche emergeva ben presto un vincolo assai forte: la indisponibilità di risorse con cui finanziarle, perché le politiche con un più forte contenuto redistributivo fra stati assorbivano la maggior parte delle risorse trasferite dai bilanci nazionali al bilancio europeo, e la possibilità di finanziare la produzione di beni pubblici europei attraverso vere risorse proprie europee trovava infiniti ostacoli.

Per prima cosa va dunque esplorata la possibilità di trovare beni pubblici che i cittadini sono pronti a finanziare. Questo è possibile per questioni importanti, come lo sviluppo di infrastrutture necessarie all’interconnessione delle infrastrutture nazionali, la sicurezza e la diversificazione degli approvvigionamenti energetici, la creazione o la messa in rete di centri di ricerca di eccellenza, o di nuova specializzazione.

Poiché tuttavia le conseguenze di una insufficiente produzione di Beni pubblici sono certamente significative, sia in termini di sviluppo economico, sia soprattutto in termini di efficacia della costruzione politica europea, va esplorata un’altra possibilità: quella di trovare sul mercato finanziario, emettendo debito dell’Unione, cioè *bond* europei, le risorse necessarie.

5. Ruolo del debito

¹ Cfr. *supra*, S. Micossi e M. T. Salvemini, *Una proposta di riforma della procedura di bilancio*, pag...

Già in precedenza ho avuto occasione di sostenere, con Oliviero Pesce², che in generale le politiche strutturali di sviluppo dell’intera Unione potrebbero essere più forti e più efficaci se sorrette da adeguate dotazioni finanziarie, e che questo può essere fatto emettendo debito. L’economia europea è caratterizzata da anni da un basso livello di produttività, e questo può essere ricondotto a insufficienti investimenti sia in capitale fisico che in capitale umano – insufficiente rispetto alle potenzialità dell’area economica aperta e integrata.

Mi sembra ora possibile chiedersi: se il vincolo derivante dalla necessità di finanziare la spesa con entrate fiscali fosse almeno in parte rimosso, si potrebbe produrre qualcuno dei beni pubblici europei più significativi dal punto di vista della crescita e dello sviluppo dell’area? Perché non pensare, allora, al finanziamento con emissione di debito? Si potrebbe almeno immaginare che col debito possano essere finanziate le spese in conto capitale connesse alla produzione di alcuni di questi beni pubblici, applicando una ben nota - anche se di non facile specificazione - *golden rule*. Ma come superare l’ostacolo posto dalla norma sul pareggio del bilancio?

Marco Buti e Mario Nava³ suggeriscono di spostare dal bilancio annuale alle prospettive pluriennali il vincolo del pareggio. È una proposta non solo sensata, ma appropriata dal punto di vista della teoria dell’indebitamento pubblico. Ha il limite di richiedere anch’essa una modifica al Trattato, o una interpretazione molto forzata delle norme, e questo non sembra oggi facilmente praticabile.

6. Le operazioni finanziarie

Esiste un’altra soluzione, almeno parzialmente utilizzabile.

I principi contabili contenuti nel Sistema europeo dei conti (Sec 95), applicabili sia ai bilanci pubblici degli Stati, sia al bilancio dell’Unione, definiscono con precisione le entrate e le spese che entrano nel calcolo del saldo, indicato col termine “indebitamento netto”. È questo il saldo che deve essere, ogni anno, pari a zero.

Tra queste voci non figurano le operazioni che riguardano lo stato patrimoniale del soggetto, ma che per loro natura, se finanziate con debito, ne accrescono o riducono, insieme, sia il lato attivo che quello passivo. Sono le “operazioni finanziarie”, che riguardano:

² M.T. Salvemini, O. Pesce, *Un bilancio europeo per una politica di crescita*, in “Quaderni Iai” n. 27, giugno 2007.

³ *Constrained Flexibility as a tool to facilitate reform of the EU Budget*, European Economy Economic Paper, n. 3261, June 2008.

- Costituzione di nuove società con capitale fornito da pubbliche amministrazioni, o, nel caso di società miste, per la parte a carico del settore pubblico. Tutto il tema del Partenariato pubblico privato e della finanza di progetto può essere visto in questa prospettiva.
- Ricapitalizzazioni effettuate attraverso l'acquisto di nuove azioni a prezzi di mercato (per le società non quotate si deve dimostrare che possano generare un rendimento tale da non farle ricadere sotto le norme Ue in materia di aiuti di stato).
- Prestiti a imprese o istituzioni tenute a versare un interesse e a rimborsare il capitale (ove esistano prove documentate della forte improbabilità di rimborso, totale o parziale, l'operazione deve essere registrata come trasferimento).
- Acquisti di attività di vario tipo. È una voce molto importante nell'ambito degli interventi effettuati nella crisi in atto, in particolare a sostegno delle banche. Molta attenzione è stata portata da Eurostat e dal Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti (Cmfb) sulle regole da applicare alle varie fattispecie di intervento.
- Tra le operazioni finanziarie non rientrano le garanzie.. Queste rappresentano passività potenziali, e sono registrate fuori bilancio.. L'escussione di una garanzia determina di norma un trasferimento in conto capitale, e peggiora il disavanzo.
- Le commissioni, i dividendi, e i pagamenti in conto interessi che le Pa ricevono dai soggetti a cui favore sono intervenute con operazioni di acquisto di attività finanziarie vengono registrate dal lato delle entrate, e la differenza con gli interessi pagati sul debito emesso si registra nel saldo di bilancio.

Se viene emesso debito per finanziare l'acquisizione di una attività finanziaria nel sistema Sec non vi sono effetti sul disavanzo, mentre aumenta il fabbisogno, che è la somma dell'indebitamento netto (il disavanzo) e del saldo delle partite finanziarie. Il fabbisogno non è sottoposto a regole dirette (neanche nel Patto di stabilità e crescita, dove però c'è una regola sulla dinamica del debito).

Si può ritenere che quando fu emesso debito della Comunità per sostenere le bilance dei pagamenti si sia trattato già allora di operazioni finanziarie, essendo prestiti di valuta agli stati che non riuscivano a difendere il cambio stabilito dall'accordo monetario europeo, e che però si impegnavano a restituire le somme ricevute.

7. Ruolo del debito nella crisi attuale

Il tema diviene importante, oggi, perché molti degli interventi resi necessari dalla crisi recente hanno avuto, in tutti i paesi, la natura di operazioni finanziarie, effettuate con emissioni di debito pubblico.

Se l'idea di finanziare con debito pubblico politiche anticicliche o politiche di sviluppo ha trovato sempre molti avversari, l'idea di usare il debito per allargare la sfera dell'intervento pubblico trova almeno altrettante voci contrarie. Lo si è visto proprio in occasione dei salvataggi di imprese finanziarie, fatti sia in Europa che negli Stati Uniti. Le vere nazionalizzazioni sono state poche, e sempre dichiarate provvisorie.

L'acquisto di attività riguardanti attivi e prestiti deteriorati, il cui valore di mercato è difficile da determinarsi, è stato realizzato in molti casi attraverso lo schermo di apposite strutture (*defeasance structure*) per loro natura a termine.

I prestiti pubblici alle banche in molti paesi hanno rappresentato la soluzione preferita per realizzare le necessarie immissioni di capitale, attraverso soluzioni tecniche *ad hoc* (come interventi di “quasi capitale”, caratterizzati da un costo definito in funzione delle dimensioni e della durata).

I costi di medio periodo per i bilanci pubblici derivanti dal sostegno alle imprese in crisi dipendono fortemente dalle strategie adottate dai governi per ridurre la loro presenza nel settore dopo la normalizzazione delle condizioni. Molto importanti saranno poi i tassi di recupero realizzati con la vendita delle attività precedentemente acquistate, sia, naturalmente, dagli interessi pattuiti nel caso di prestiti.

In un recente articolo nel Bollettino mensile della Bce⁴ si mette in evidenza come i costi netti saranno anche funzione dei ricavi derivanti dalla successiva vendita delle attività finanziarie acquistate. Per la Bce l'ipotesi di un definitivo spostamento del confine tra economia pubblica ed economia privata evidentemente non si pone nemmeno. E comunque viene ricordato anche, come ammonimento, che vi è un impatto sul costo del debito, e che questo è maggiore nei paesi con posizioni di bilancio meno favorevoli.

Viene inevitabile la domanda se in questi interventi vi possa essere un ruolo per l'Unione, e se questo non apra all'accettazione di un debito europeo.

⁴ Bce, *Bollettino mensile*, L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro, n. 7, luglio 2009, pag. 67-79.

In un contributo al dibattito sul come affrontare la crisi, Stefano Micossi e Daniel Gros⁵ hanno auspicato interventi di salvataggio di imprese finanziarie europee ad opera dell'Unione, e hanno proposto di farlo emettendo debito. È una presa di posizione interessante.

Le imprese finanziarie a cui fanno riferimento hanno una primaria esigenza, l'aumento del capitale. «*As long as the price of risk was low, European banks were able to follow a strategy of minimizing the use of capital because this allowed them to maximize their return on equity. European banks had thus become vulnerable to a re-pricing of risk, even if they did not hold many toxic assets*»⁶.

Un'Unione europea che emettesse debito per finanziare – temporaneamente, se si vuole – il rafforzamento patrimoniale di banche, o anche di imprese industriali, che sono presenti in più paesi dell'area avrebbe anche la funzione di contrastare spinte centrifughe, e scetticismi sull'utilità dell'Unione stessa.

Altrettanto importante può essere la funzione di contrasto alle spinte ad eludere, violare, o aggirare il divieto degli aiuti di stato, assai preoccupante in questo momento⁷. Questo richiede sia una adeguata interpretazione e lettura delle norme esistenti, sia la ricerca di soluzioni diverse dalla semplice regolamentazione, come appunto una capacità concreta di intervento dell'Europa come tale. Il modello del cofinanziamento appare efficace anche al fine di sollecitare interventi di politica economica coordinati e non pericolosamente competitivi. Si tratta di approfondirne le capacità di espressione, di usarlo in modo innovativo in unione con nuove modalità di ricerca delle risorse finanziarie.

Il riemergere di problemi di bilancia dei pagamenti in alcuni paesi dell'est, infine, riapre un problema già visto in passato, con l'aggravante che oggi sono coinvolte banche e imprese di vari paesi europei.

8. Debito dell'Unione o debito della Bei?

Il Presidente della Banca centrale europea si è detto contrario all'emissione di titoli europei. Il rifiuto era specificamente rivolto a «obbligazioni emesse congiuntamente dai paesi europei per

⁵ S. Micossi, D. Gros, *A bond-issuing stability fund could rescue Europe*, in www.europesworld.org, Summer 2009.

⁶ S. Micossi, D. Gros, cit.

⁷ Si veda G.L. Tosato, *La disciplina comunitaria degli aiuti di stato tra economia di mercato e interessi generali*, in "Astrid Rassegna", n. 96 del 2009.

fronteggiare le esigenze della crisi»⁸. Ha ricordato, in quella sede, che esiste già la Bei, autorizzata a emettere titoli obbligazionari dell’Unione.

La tesi che gli obiettivi che si vogliono perseguire emettendo debito dell’Unione europea possano essere perseguiti anche, e semplicemente, ampliando gli interventi della Bei ha avuto, nei mesi scorsi, molti sostenitori. Della Bei si è messa in luce l’attitudine a valutare i progetti, la destinazione dei fondi a crediti, anziché alle temute politiche di bilancio “lassiste”, e la chiara ripartizione tra i partecipanti al capitale dell’onere delle garanzie sul debito emesso.

La Bei attuale è tuttavia un’istituzione piuttosto lontana dal modello astratto di “agenzia” che opera come braccio operativo di politiche dell’Unione.

Per prima cosa, ha sempre privilegiato la propria natura di banca, respingendo il ruolo di istituzione pubblica (ma non i vantaggi dell’essere banca pubblica). Ha sempre adottato criteri di bancabilità delle operazioni accoglibili che appaiono più adatti ad una banca privata che a una istituzione di sviluppo, e ha sempre privilegiato i debiti assistiti da garanzie statali.

Piuttosto limitato è stato poi (se si fa il confronto con la Banca mondiale) il ruolo svolto dalla Bei nella fase progettuale (con l’eccezione di alcuni grandi progetti) perché si è puntato molto a rafforzare il ruolo di fornitore di risorse finanziarie a medio-lungo termine ad altre istituzioni creditizie, alle quali questo compito veniva lasciato.

Infine, l’autonomia della Bei è stata finora difesa anche contro interventi di provenienza dagli Organi politici dell’Unione, e questo non gioca a favore di una nuova Bei strettamente funzionale alle politiche economiche decise da questi vertici politici.

Quel che certamente si potrebbe affidare alla Bei è un ruolo di Agenzia per quanto concerne l’emissione e la gestione sul mercato del debito dell’Unione. Da questo punto di vista, nulla si può eccepire alla capacità e alla esperienza della Banca. Ma il debito dovrebbe essere debito “dell’Unione”, e all’Unione deve spettare la decisione sull’uso delle risorse finanziarie raccolte. La Bei potrebbe costituire per questa gestione un fondo separato, secondo modelli facilmente disegnabili. Può essere utile ricordare che un modello del tipo qui tratteggiato è in funzione da molti anni nei paesi scandinavi; qui operano le *Municipal Funding Agencies*, che curano le emissioni obbligazionarie degli enti locali.

Diversa da quella che fa riferimento alla Bei è la proposta di ricorrere ad Agenzie di settore per finanziare con debito programmi di investimento in specifici campi. Il modello fu sperimentato

⁸ J.-C. Trichet, conferenza stampa, Francoforte 6 febbraio 2009.

con l'Euratom, e potrebbe essere riproposto nel campo dell'energia. Si tratta di un'idea che richiede comunque un riassetto istituzionale, e per questo potrebbe trovare ostacoli non indifferenti.

9. Debito europeo e ruolo internazionale dell'euro

Quando ancora sembrava possibile modificare i Trattati europei, nel 2007, ebbi a scrivere: «Consentire al bilancio Ue di essere in disavanzo può essere una decisione che va molto al di là dell'obiettivo di finanziare un programma di spesa pubblica per investimenti e sviluppo. Può essere una scelta coerente con un'idea di Europa che abbia un più importante ruolo nell'economia mondiale, che competa con gli Stati Uniti sul terreno della politica monetaria, e che riesca a trarre vantaggio dalla crescita delle grandi economie asiatiche e sudamericane anche grazie ad una sua posizione specifica, quella di paese che emette una moneta riserva»⁹.

Si trattava di fare dell'euro una moneta di riserva mondiale. «Una moneta riserva non è solo un'unità di conto; essa deve anche assolvere al ruolo di fornire, al sistema dei pagamenti internazionali, la necessaria liquidità». E ancora: «Il paese che emette la moneta riserva può fare una politica di espansione della domanda interna senza incontrare il limite della necessità di pagare l'eccesso di importazioni. Può avere quindi un tasso di crescita più elevato»¹⁰.

Sostenevamo anche che titoli emessi direttamente dall'Unione potrebbero avere un *rating* molto elevato, e una domanda degli investitori molto forte.

È un'opinione che oggi appare condivisa da molti. Ad esempio, in un articolo del “Financial Times”, Wolfgang Munchau ha appoggiato l'idea di «*a joint issuance of a single european bond*» affermando che «*a common eurozone market for government debt would be a powerful rival to the US Treasury and it could bring substantial financial and economic benefits*»¹¹. Il progetto riguardava emissioni in pool, il cui ricavato avrebbe dovuto essere – se abbiamo ben capito – nella disponibilità dei paesi partecipanti. Il Ministro tedesco delle finanze, rigettava però nettamente l'idea, ritenendola economicamente non conveniente per il suo paese.

Il dibattito sull'argomento si è svolto tra operatori dei mercati finanziari, e ha riguardato essenzialmente gli aspetti tecnici della creazione di un mercato specializzato su titoli emessi in pool, e garantiti dai paesi membri.

⁹ M.T. Salvemini, *Bilancio dell'Unione e politiche di sviluppo*, in M.T. Salvemini, O. Pesce, *cit.* pagg. 52-53.

¹⁰ *Idem.*

¹¹ W. Munchau, *The benefits of a single European bond*, in “Financial Times”, 26 January 2009.

Si tratta, ci sembra, di una proposta diversa da quella qui in discussione, perché il ricavato delle emissioni non sarebbe finalizzato a realizzare interventi dell'Unione, finalizzati ad alzare il tasso di crescita dell'area.

L'aspetto importante del dibattito, tuttavia, riguarda le condizioni alle quali un debito pubblico in euro può essere funzionale all'uso dell'euro come moneta riserva, o, in genere, come moneta importante nei portafogli dei grandi investitori in tutto il mondo. La prima condizione è quella che vi sia una forte domanda del mercato, e questo appare realistico agli estensori di questa proposta. La seconda condizione è che questo mercato sia ampio, spesso, reattivo; nella teoria della finanza, si usa parlare di un mercato che abbia "*depth, breadth, resiliency*". A tal fine, deve esistere un ammontare sufficiente di ordini di acquisto e di vendita, reattivi ai prezzi. Ma questo avviene solo se il mercato è di dimensioni adeguate, ed è alimentato da nuove emissioni, in maniera abbastanza regolare, da collegare tra loro un mercato primario e un mercato secondario dei titoli. Questo oggi avviene per i titoli pubblici dei singoli paesi dell'area euro; e a questo mercato deve farsi riferimento anche per i titoli dell'Unione.

Il solo debito dell'Unione, infatti, potrebbe acquisire le necessarie caratteristiche di mercato solo in un lunghissimo tempo – e perciò, come nell'apologo di Achille e la Tartaruga, praticamente mai. Si consideri che l'intero bilancio Ue supera di poco i 120 miliardi di euro. Se si decidesse di emettere debito per la metà di questa cifra, ogni anno, diciamo 65 miliardi, solo dopo quindici anni si avrebbe un debito attorno ai mille miliardi. Si consideri che a fine 2008 il totale dei titoli non azionari esistenti sul mercato europeo era di 14.146 miliardi: di questi, 5300 riguardavano il debito delle Amministrazioni pubbliche¹². Ma questa preoccupazione non appare fondata. I titoli emessi dall'Unione troveranno ovvio riferimento al mercato europeo e mondiale dei titoli pubblici in euro. Questo mercato ha già superato molte frammentazioni organizzative e non ha segmentazioni tecnico-finanziarie rilevanti. Può facilmente accogliere un nuovo grande emittente, realizzando i necessari raccordi tra mercato primario e mercato secondario.

10. Gli interessi sul debito

Ci si può chiedere se il pagamento degli interessi su questo debito debba avvenire a carico del bilancio Ue. Se la risposta dovesse essere positiva, allora le possibilità di crescita del debito sarebbero significativamente minori. Si consideri che dal lato delle entrate nel bilancio Ue non esistono meccanismi per rendere il gettito elastico alla crescita del reddito generata dalla spesa

¹² Bce, *Bollettino mensile*, n. 7, luglio 2009, pag.536.

produttiva effettuata con le risorse raccolte attraverso il debito. Il pagamento di interessi finirebbe per essere alternativo ad altre spese, e costituire un tetto piuttosto costrittivo e non facilmente rimovibile alle emissioni di debito.

In realtà, vi sono motivi per sostenere che il pagamento degli interessi possa avvenire emettendo altro debito. Il primo motivo è che le attività finanziarie o reali acquisite possono avere un rendimento sicuro, ma differito nel tempo. Ma anche più importante è il fatto che molti degli interventi effettuati possono risultare, nel medio lungo periodo, non un costo ma un vantaggio per la finanza pubblica. Su questo argomento, già si segnalano, in vari paesi, significativi risultati dei salvataggi bancari effettuati, e comunque è del tutto incerto il loro onere finale.

11. La garanzia sui titoli Ue

Molti si chiedono se sia possibile emettere titoli dell’Unione senza una garanzia sul servizio di questo debito, garanzia che la natura giuridica dell’Unione rende difficile configurare, e che trova anche il limite di un’autonomia fiscale limitata. La risposta può essere data considerando che vi sono grandi emittenti sui mercati internazionali, come la Banca mondiale, che emettono titoli da loro stesse garantiti, bastando il fatto che si tratta di Agenzie che fanno parte, sostanzialmente, del settore pubblico, che hanno gli Stati tra i loro azionisti. In caso estremo, di chiusura dell’Agenzia, si può pensare che valga un principio di responsabilità a carico di questi soggetti. Lo stesso si può pensare, a proposito dell’Unione, se si vuole dar voce anche al pessimismo più nero.

Né avrebbe senso, nel caso dell’Unione, vincolare espressamente, nel bilancio pluriennale e in quello annuale le somme necessarie al rimborso del debito emesso. Tale rimborso, invece, dovrebbe e potrebbe essere assicurato da emissioni di nuovo debito, non per rendere più facile la vita a Commissioni e Consigli spendaccioni, ma perché un vero mercato di questi titoli può nascere solo se ha adeguato spessore, profondità e esistenza, tali da facilitare la nascita di correnti stabili di domanda, e questo può avvenire solo se la dimensione dei titoli offerti resta stabile, o moderatamente crescente.

In sostanza non crediamo necessario creare meccanismi di garanzia dei titoli dell’Unione a carico degli Stati (come proposto con l’idea di un *Financial Stability Fund*) anche perché ci sembra particolarmente difficile la realizzazione di schemi di questo tipo, data la differente situazione

debitoria degli stati dell’Unione, e ancor più se si aprisse un collegamento tra queste garanzie e i benefici derivanti dalla spesa delle risorse raccolte.

12. Una proposta conclusiva

Il tema del debito è stato finora del tutto ignorato nelle norme e nelle decisioni sul bilancio. Questo non ci sembra giustificato. Pur tenendo conto del vincolo del pareggio che i trattati impongono, vi possono essere spazi di azione il cui utilizzo va se non altro discusso, senza veti o tabù

Sul debito pubblico, da sempre vi è una corrente di pensiero che lo vede come un “male assoluto”. A questa si contrappone, da sempre, la corrente di pensiero che lo vede, invece, come uno strumento da usare, entro appropriate condizioni, in un contesto di politiche finalizzate allo sviluppo.

Il dibattito accompagna l’intera storia del pensiero economico (pensiamo solo a Hume, Smith e Ricardo, e poi a Keynes) ma negli anni ‘80 e ‘90 del secolo scorso ha ripreso forza, anche su nuove basi analitiche; si è registrato il prevalere delle correnti contrarie al disavanzo e al debito, spesso semplicemente perché contrarie alla crescita dell’intervento pubblico. Le Banche centrali hanno tutte appoggiato queste posizioni, in una fase di difficile lotta all’inflazione. Una condizione per la nascita dell’euro è stata proprio l’adozione di regole sulle politiche di bilancio degli stati membri dell’eurozona, col Patto di stabilità e i suoi “tetti” al disavanzo e al debito. Tetti i cui valori numerici non hanno alcuna base di razionalità, ma che ben rappresentano una sfiducia nella capacità di alcuni dei partecipanti ad assumere le posizioni “ortodosse” degli Stati detti virtuosi.

La crisi del 2008 ha determinato un nuovo cambiamento nel contesto culturale – si potrebbe dire ideologico – in cui negli anni novanta sono stati disegnati i poteri delle istituzioni europee. Il contesto attuale è quello di una forte ripresa delle politiche di intervento pubblico. Non si sono ritenuti sostenibili, in termini di perdita duratura di reddito e di occupazione, i costi di un aggiustamento affidato alle sole forze del mercato. Gli interventi degli Stati, anche in Europa, sono stati di dimensioni che non si vedevano da decenni. Disavanzi e debiti pubblici sono cresciuti ovunque, anche se la temporaneità e la natura di molti degli strumenti usati fa pensare che vi possa essere un ritorno spontaneo a livelli meno alti. Per il debito degli Stati europei, la stessa Bce non si

è mostrata finora troppo preoccupata, nella misura in cui si sia trattato di interventi a sostegno del sistema finanziario¹³.

Per quanto riguarda ciò che si sta facendo, e ciò che ancor probabilmente dovrà essere fatto a sostegno dell’occupazione e dei redditi, al prolungarsi della fase recessiva, l’interpretazione che gli stati, e la stessa Commissione, stanno dando del Patto di stabilità, appare coerente con questa nuova visione.

Non si vede perché debba essere negato un ruolo significativo all’Unione nella spinta alla ripresa del processo di crescita, anche attraverso un finanziamento con debito di nuove forme di intervento, attraverso il bilancio, o “sotto la linea” di questo.

In conclusione.

La Commissione dovrebbe essere invitata – dal Parlamento europeo, o dal Consiglio – a produrre un documento di riflessione che veda sia gli aspetti giuridico-istituzionali che gli aspetti economici e finanziari del finanziamento con debito di alcune tipologie di spesa. Sulla base di questo documento, si potrà aprire una riflessione e un dibattito, a livello sia nazionale che europeo, perché certamente il tema riguarda ambedue i versanti.

Alla fine, dovrà esservi una decisione dei vertici istituzionali dell’Unione. Una decisione che dovrà accompagnare quella sui contenuti e le regole dei principi solidaristici che dovranno guidare i saldi netti, e quella sulle risorse proprie che l’Unione può reperire per svolgere le politiche che a lei devono far capo. Il debito serve a superare, seppure entro limiti quantitativamente ristretti, il divario tra l’esigenza di realizzare politiche pubbliche importanti e la riluttanza dei paesi membri, anche per comprensibili difficoltà, a pagarne il prezzo.

Che tutto ciò presupponga un interesse dinamico al rafforzamento delle funzioni svolte dall’Unione, e non un passivo accodarsi ad euroscettici con lo sguardo rivolto al passato, è cosa troppo ovvia per essere discussa.

¹³ Bce, *Bollettino mensile*, cit.