

Rassegna terminologica delle principali variabili e grandezze macroeconomiche come guida alla lettura dello scenario economico attuale.



Il contributo vuole rappresentare un glossario di riferimento, con un linguaggio diretto e immediato, per la comprensione delle più importanti variabili macroeconomiche oggetto di confronto e discussione nell'attuale fase congiunturale ai fini di una lettura corretta e oggettiva delle dinamiche in atto nell'attuale scenario economico a livello italiano e internazionale.

BCE

È la Banca Centrale Europea. La sua proprietà è detenuta dalle singole Banche Centrali nazionali, proporzionalmente alla popolazione e alla dimensione delle rispettive economie (la cd. *capital key*, periodicamente aggiornata). Coordina il Sistema europeo delle Banche Centrali dei singoli Paesi e ha competenze specifiche sulle questioni attinenti l'*euro*. Il suo mandato primario, ai sensi dei trattati europei è la stabilità dei prezzi (i.e. controllo dell'inflazione, con un livello target da

raggiungere) e, secondariamente, contribuire al raggiungimento degli obiettivi di politica economica – crescita, occupazione e coesione sociale – della *UE*. Vigila direttamente sulle banche “sistemiche”, cioè quelle di maggiori dimensioni e di interazioni con l’economia reale e il sistema finanziario globale, mentre su quelle più piccole la vigilanza è demandata alle singole Banche Centrali nazionali secondo delle linee guida comuni.

BEI

È la Banca Europea degli Investimenti. Strumento operativo della *UE* agisce raccogliendo capitali sui mercati finanziari (mettendo a garanzia i fondi propri, rinvenienti dalle contribuzioni degli Stati membri) e allocando le risorse con programmi specifici, in parte sia direttamente che, perlopiù, attraverso programmi di controgaranzie ai crediti erogati dalle singole banche commerciali europee.

CAPITAL KEY

È la regola generale per la quale gli interventi della *BCE* nei programmi di acquisto dei titoli del *Debito Pubblico* devono rispettare il principio di proporzionalità fra i vari Paesi, rispetto alle quote sottoscritte del capitale nella Banca stessa. La regola generale può essere derogata quando determinate circostanze (come è avvenuto recentemente) lo impongano per tutelare l’integrità del sistema finanziario europeo. La legittimità dell’applicazione delle deroghe è contestata da alcuni esponenti del mondo accademico e politico di alcuni Paesi e ha dato luogo ad una controversia giuridica che ha coinvolto la Corte Costituzionale tedesca (che ha chiesto approfondimenti sulle motivazioni alla base delle deroghe attuate) e la Corte di Giustizia UE (che ha dichiarato la legittimità delle stesse).

COMMISSIONE UE

È l’organo di governo della *UE*. Formato da commissari in rappresentanza di ciascun Paese membro, la cui singola nomina è approvata (o respinta) con specifico voto del Parlamento europeo.

DEBITO COMUNE

È la “frontiera” oggetto di discussioni politiche ed economiche di questi ultimi anni (i cd. “EuroBond”). Consiste nell’idea di emettere titoli di debito sui mercati finanziari direttamente da parte della *UE*, senza gravare sui debiti pubblici dei singoli Stati. Si tratterebbe di strumenti di “mutualizzazione del debito” le cui risorse, una volta raccolte, possono essere impiegate a favore dei singoli Paesi membri secondo delle specifiche decisioni di utilizzo oggi ancora da definire. In realtà, esistono già forme limitate di *debito comune*, come le emissioni della *BEI* e del *MES*. Il meccanismo del *debito comune* è alla base della proposta di un *Recovery Fund* fatto dalla *Commissione UE* nell’ambito del progetto *Next Generation Program*.

DEBITO PUBBLICO

Sono le emissioni di titoli di Stato dei singoli Paesi membri. La sostenibilità del livello di debito è oggi uno dei *parametri* economico-finanziari valutati all’interno del *Patto di Stabilità*. Il costo del *debito pubblico* varia in funzione di detta sostenibilità e della credibilità dell’emittente e viene spesso comparato tramite un valore differenziale denominato *spread*. La formula matematica che presiede alle variazioni del *debito pubblico* nel tempo è così riassumibile:

variazione rapporto Debito / Pil =

(-) rapporto risultato primario / Pil (+) $(r - g)$ (*) rapporto Debito / Pil

(dove r è il tasso medio sul Debito e g è la crescita del Pil nominale)

DEFICIT

Il *deficit* (anche “disavanzo” o “indebitamento netto”) è la differenza negativa fra entrate e uscite del bilancio pubblico in un dato periodo annuale. Si parla di *deficit* consuntivo, intendendo il disavanzo realizzato in un dato anno, di *deficit* tendenziale, intendendo la proiezione negli anni successivi a legislazione invariata, nonché di *deficit* previsionale, intendendo la proiezione negli anni successivi tenendo conto delle misure legislative che si intendono adottare di volta in volta. Si parla di avanzo (o disavanzo) “primario”, intendendo il saldo di entrate e uscite pubbliche al netto degli interessi sul *debito pubblico*.

EUROZONA

È la definizione dei Paesi che hanno adottato l'euro come moneta comune. Il coordinamento politico avviene tramite l'Eurogruppo, cioè le riunioni dei ministri dell'economia dei singoli Paesi aderenti.

FISCAL COMPACT

È l'accordo europeo di valutazione dei *parametri* dei bilanci pubblici e degli eventuali percorsi di “rientro” del *debito pubblico* che i Paesi devono rispettare.

MATUSALEM FINANCING

Recentemente riproposto in dottrina, consiste in un framework di scadenze finanziarie, pubbliche e private, di lunghissimo periodo (fino a 30 anni) teso a sostenere progetti di investimento e/o di rilancio delle economie. Sotto un profilo pratico, all'interno del *next generation program* vi sono forme di finanziamento a 30 anni.

MES

È il Meccanismo Europeo di Stabilità (o ESM, european stability mechanism), che ha assorbito i precedenti EFSM (i.e. european financial stability mechanism) e FSF (financial stability fund). Interviene nei casi di instabilità finanziaria di un singolo Paese membro dell'eurozona (cause endogene o “asimmetriche”) o di rischiosità del sistema euro (cause sistemiche o “simmetriche”) ovvero ancora di gravi shock esterni (cause esogene “simmetriche”). Già intervenuto (in varie forme) nel passato per cinque Paesi (Irlanda, Cipro, Portogallo, Spagna e Grecia) ha due linee principali – “condizionate” ad un accordo di programma preventivo (e ai controlli successivi) avente ad oggetto le azioni da introdurre di risanamento dei conti pubblici – che sono la ECCL e la PCCL, nonché una di recente introduzione – sulla base delle ECCL ma “non condizionata”, diversamente dalle precedenti due, se non al vincolo di destinazione e al rispetto delle regole europee generali di bilancio (*patto di stabilità, parametri*) cui ciascun Paese membro è già soggetto – legata al sostegno delle spese sanitarie (strutturali e di cura e prevenzione) legate all'emergenza epidemiologica Covid-19. Il *Mes* ha tre livelli di governance: uno politico, formato dai ministri dell'economia dei Paesi membri e da due rappresentanti della *Commissione UE* (tra cui il Commissario agli Affari Economici), uno tecnico, formato da funzionari tecnici nominati uno

ciascuno dai Paesi membri, infine uno esecutivo, che fa capo a un Direttore Generale (nominato dall'organo politico). Il *Mes* decide con la regola del consenso condiviso (i.e. unanimità) tranne che per le questioni di più grave urgenza, che vengono decise con maggioranza qualificata dell'85% del capitale sottoscritto (l'Italia ha circa il 18% ed è quindi uno dei tre Paesi con diritto di veto).

NEXT GENERATION PROGRAM

È il nuovo programma proposto dalla *Commissione UE*, che prevede risorse per circa 750 miliardi nei prossimi anni, di cui una parte già nel 2020. Si basa su una raccolta di risorse finanziaria sui mercati finanziari, tramite emissioni di *Debito Comune* ad alto *rating* e il cui rimborso rinvierà dal bilancio della *UE* (tramite, si ipotizza, o incremento delle contribuzioni annuali ovvero introduzione di un sistema di fiscalità federale), che verranno redistribuite con criteri solidaristici e non proporzionalmente alla dimensione dell'economia dei singoli Paesi membri o alle regole della *capital key* bensì in funzione delle rispettive esigenze dovute alle risposte date per reagire alla crisi epidemiologica, che ha colpito differentemente i vari Paesi, nonché alle esigenze di rimuovere le diverse debolezze economiche strutturali degli Stati membri. Una parte di queste risorse verranno erogate "a fondo perduto" (i.e. sotto forma di "grants"), non gravanti sul debito pubblico dei Paesi riceventi, mentre una parte costituiranno debito da restituire a decorrere dal termine di un periodo di grazia di otto anni e con scadenze *matusalem financing* fino a 30 anni. Lo strumento tecnico per implementare queste tecniche finanziarie è stato individuato il *Recovery fund*. Il *Consiglio d'Europa* di giugno dovrà pronunciarsi sulla proposta, mentre i tempi organizzativi e implementativi dovrebbero consentire l'attivazione del programma nella seconda parte dell'anno 2020.

PARAMETRI

I *parametri* (già fissati col Trattato di Maastricht) di stabilità dei bilanci pubblici europei sono tre: *debito pubblico* al 60% del *Pil*; *deficit* massimo al 3% del *Pil*; tasso di inflazione all'interno di un range dell'1,5% in più della media dei primi tre Paesi con inflazione minore.

PATTO DI STABILITÀ

È il quadro complessivo delle regole di bilancio dei Paesi membri e delle procedure di controllo della *Commissione UE* sulle Leggi di Bilancio dei singoli Stati. Oggi, a seguito dell'insorgere dell'emergenza epidemiologica Covid-19, è stato sospeso (e quindi anche il vincolo del rispetto dei *parametri* e del *fiscal compact*) e vi è attesa, prima della sua riattivazione, di una rivisitazione condivisa dei *parametri* stessi, in conseguenza della diversa situazione media di *deficit*, *debito pubblico* e *inflazione* che vi sarà ad emergenza finita.

PIL

È la misurazione (per standard condiviso) della ricchezza prodotta (i.e. "prodotto interno lordo") da un singolo Stato (o da un'area di Stati). La formula comunemente adottata (ne esistono di più tipi) è la seguente:

$PIL = C$ (consumi) + I (investimenti privati) + G (spesa pubblica) + $(X - M)$
(dove X sono le esportazioni e M le importazioni)

QUANTITATIVE EASING

Sotto questo nome “mediatico” si fanno rientrare le varie forme tecniche di “alleggerimento monetario”, legate all’acquisto di titoli (pubblici e/o privati) ovvero all’accettazione come garanzia di detti titoli per finanziamenti diretti alle banche, ciascuna forma con particolarità e obiettivi differenti, da parte di una Banca Centrale (Ltro, TLtro, Psp, Pepp, Omt sono sigle in qualche modo ormai approdate su stampa e televisioni). La *BCE* ha motivatamente derogato – recentemente, in alcuni di questi programmi – alla regola della *capital key* e al limite minimo di *rating* dei titoli eligibili, date le situazioni economico finanziarie conseguenti agli effetti della crisi epidemiologica dovuta al Covid-19, per venire incontro ai Paesi cd. periferici.

RATING (GIUDIZI DELLE AGENZIE)

Il giudizio delle Agenzie internazionali di *Rating* sulla solvibilità degli emittenti pubblici è importante sia per gli effetti conseguenti sui tassi (i.e. “costo” del *Debito Pubblico*) che per altre due considerazioni specificamente tecniche. La prima è l’ammissibilità “ordinaria” (cioè “senza deroghe”) ai programmi di *QE* della *BCE*; che, peraltro, in virtù dell’eccezionalità della situazione di crisi attuale, ha già annunciato che – “in deroga” al limite ordinario di considerare eligibili nei suoi programmi titoli che abbiano almeno il “gradino” più basso di “investment grade” – accetterà anche titoli “speculative grade”. La seconda è che le policy di investimento delle Banche, delle Assicurazioni e dei Fondi di Investimento Collettivi generalmente in uso hanno, per tutela dei rischi propri (quando agiscono con capitali di proprietà) e dei clienti (quando agiscono per loro conto), un limite automatico fissato proprio nel discrimine fra “investment” e “speculative” grade, di difficile superamento e che comporterebbe interruzione/limitazione dei volumi di nuovi acquisti e riduzione degli attivi già in essere per titoli di emittenti “downgradati”.

RECOVERY FUND

È lo strumento innovativo individuato dal nuovo *Next Generation program* per raccogliere le risorse finanziarie sui mercati finanziari al fine di erogarli ai Paesi membri secondo le finalità del programma stesso (i dettagli organizzativi ed operativi sono ancora da definire).

SPREAD

È la misura del differenziale di rendimento (i.e. di costo per lo Stato) tra due titoli di uguale durata (tipicamente, nell’area Euro, con il Bund tedesco, che è considerato benchmark di riferimento del minor costo). Viene utilizzato anche per definire la differente rischiosità dell’emittente (a spread maggiore è correlato un maggior rischio percepito dai mercati finanziari).

SURE

È il nuovo fondo europeo per il sostegno anti-disoccupazione e per misure di integrazione salariale, approvato dall’Eurogruppo di fine marzo 2020.

UE

L'Unione Europea è formata oggi da 27 Stati (più il Regno Unito, attualmente nella fase transitoria del processo di Brexit), di cui 19 aderenti all'*Eurozona* che adottano già l'Euro. Gli organi principali della *UE* sono: il Parlamento Europeo (rappresentanti eletti nell'ambito di liste nazionali e suddivisi in gruppi parlamentari transnazionali), organo rappresentativo e deliberante, con sede ufficiale a Strasburgo, ma con le sue Commissioni a Bruxelles e il segretariato in Lussemburgo; la *Commissione UE* (membri designati, uno per ciascun governo, e approvati o respinti dal Parlamento Europeo), organo esecutivo e proponente, con sede a Bruxelles (dove ci sono gli Uffici operativi); il Consiglio d'Europa (formato dai primi ministri di ciascun Paese membro) organo itinerante rappresentativo degli Stati, ciascuno portatore dei propri interessi, incaricato di trovare la coesione politica "fra" i Paesi membri e di approvare le eventuali modifiche ai Trattati. Nell'ordinamento europeo vi sono anche, fra le Istituzioni principali, la *BCE*, con sede a Francoforte, che fa parte del SEBC (sistema europeo delle banche centrali), la *BEI* (Banca Europea degli Investimenti), con sede in Lussemburgo, la *CGUE* (Corte di Giustizia Europea), con sede in Lussemburgo, oltre ad altre numerose ulteriori Istituzioni settoriali.

Autori:

Francesco M. Renne – Studio associato Renne & Partners. Faculty member area finanza, CUOA Business School

Francesco Gatto – Responsabile CUOA Finance.