

28 marzo 2011

Il rischio Italia: ultima chiamata per le riforme

Massimo Bordignon^(*)

L'euro

Quando alcuni paesi europei hanno deciso di dar vita all'Unione monetaria, non sono mancati i commenti negativi da parte degli economisti, soprattutto da oltre atlantico. L'Europa, si diceva, non è un'area monetaria ottimale; manca rispetto a questa, sia della mobilità del lavoro sia di un budget federale e di una politica fiscale comune per poter sostenere l'integrazione monetaria. La crisi che ha investito (e che tuttora investe) l'euro negli ultimi due anni è sembrata dar loro ragione; e difatti sono immediatamente riemerse dagli stessi pulpiti sia le previsioni catastrofiche della vigilia, che le prescrizioni a favore di una frantumazione dell'euro (un euro del sud e uno del nord).

Ma quello che questi economisti dimenticano è che da sempre nell'Unione europea l'integrazione economica ha preceduto quella politica. I proponenti dell'euro erano perfettamente consci delle difficoltà di introdurre una moneta unica in un'area così differenziata; ma si aspettavano che la stessa moneta unica avrebbe portato con il tempo a formare quelle istituzioni e quella convergenza economica che consentissero al sistema di funzionare nel lungo periodo. Del resto, se ora gli Stati Uniti sono un'area monetaria ottimale, è discutibile che lo fossero al tempo dell'introduzione del dollaro.

A mio giudizio, questo è quello che sta appunto succedendo in Europa, almeno nella *subunion* rappresentata dall'area euro. Sulla spinta della crisi si sono fatti, nel giro di un anno e mezzo, più progressi nella direzione di una convergenza della politica fiscale e della formazione di un budget europeo di quanto se ne fossero fatti nel decennio precedente. Solo che questo percorso, invece di essere lineare e razionalmente costruito, va avanti per scosse, non è ancora completo, ed è intriso da nazionalismi, complice una classe politica europea modesta e una disaffezione crescente dell'opinione pubblica nei confronti della costruzione europea.

Va anche detto che a dispetto delle previsioni pessimiste della vigilia e nonostante la crisi attuale, l'euro si è rivelato nel complesso un grande successo. In un intervento recente all'Università Cattolica, il governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, ha puntigliosamente ricordato gli *achievements* della moneta unica. Bassi tassi di inflazione, minori perfino che nella Germania del marco; bassi tassi di interesse nominali e reali; mercati dei capitali spessi e integrati. Anche, una protezione maggiore nei confronti degli shock esogeni; secondo gli studi di Bankitalia il potenziale inflazionistico della crisi petrolifera è ora, grazie all'euro, meno di un decimo di quanto non fosse prima della moneta unica.

Ma ci sono stati anche problemi. Il Patto di Stabilità e Crescita, che avrebbe dovuto assicurare un'evoluzione coerente degli aggregati di finanza pubblica rispetto alle esigenze della moneta unica, non ha funzionato. In dieci anni, ci sono state 72 deviazioni dalle regole previste sui disavanzi pubblici, 2/3 dei quali in condizioni "normali", senza cioè che insorgessero quelle condizioni di crisi economica che avrebbero consentito ai paesi di non rispettare il patto. Eppure le sanzioni previste non sono mai state applicate. Non solo, ma anche se lo fossero state, non avrebbero probabilmente risolto i principali problemi con cui ci

Le opinioni espresse sono strettamente personali e non riflettono necessariamente le posizioni dell'ISPI.

(*) Massimo Bordignon, docente, Università Cattolica di Milano; membro della Commissione tecnica sulla spesa pubblica presso il ministero del Tesoro.

stiamo confrontando adesso. Prima della crisi, Spagna e Irlanda erano i primi della classe, sia per crescita economica sia per rispetto dei parametri di Maastricht. Solo dopo, a crisi avvenuta, ci si è accorti che la loro crescita economica e i loro dati di bilancio erano sostenuti da un'esplosione di debiti privati e da una bolla immobiliare, a loro volta generati dall'afflusso di capitali esteri da parte degli altri paesi dell'euro. Inevitabilmente, con l'insorgere della crisi, questi debiti privati sono diventati debiti pubblici, con l'effetto di contagio risultante su tutti i paesi dell'euro, le cui banche detengono buona parte di questi debiti privati.

Questo implica anche che gli investitori non hanno ben valutato il rischio implicito di questi paesi. Nonostante la *no bailout clause* dell'Unione Monetaria, gli spread nei titoli pubblici dei paesi dell'euro si sono quasi annullati per un decennio, a dimostrazione che gli investitori non ritenevano più che le condizioni specifiche di un paese fossero rilevanti nel determinare il rischio di un investimento. La crisi li ha riportati bruscamente alla realtà.

Gli interventi decisi con il Consiglio Europeo del 24-25 marzo, che a loro volta si aggiungono agli interventi decisi in precedenza, sono tutti passi verso la costruzione di un sistema di governance economica più appropriato per l'Unione Monetaria. Nessuno di questi è interamente sufficiente o risolutivo; tutti vanno nella giusta direzione. Manca ancora un pezzo importante, la regolamentazione bancaria e una strategia per risolvere i problemi dei debiti delle banche.

L'introduzione del semestre europeo e il Patto dell'euro vanno nella direzione di una maggiore convergenza nelle politiche fiscali, e più generalmente economiche, dei paesi partecipanti alla moneta unica. Ne sorgeranno probabilmente forme di integrazione finora sembrati irraggiungibili, come per esempio una maggiore integrazione della fiscalità societaria. Si monitoreranno di qui in avanti elementi, quali la competitività reale di un paese e i disavanzi di parte corrente, che finora erano stati sottovalutati dalle istituzioni europee, tese solo alla valutazione degli aggregati di finanza pubblica. Si poteva certamente far di più, e non è detto, come dimostrato dall'esperienza dell'Agenda di Lisbona, che il mero *peer review* sia sufficiente a convincere i paesi ad adottare le riforme necessarie, superando le resistenze interne. Ma in campi in cui la sovranità dei paesi è costituzionalmente garantita dai Trattati, è difficile pensare che si potesse realisticamente ottenere di più. Né è detto che le proposte iniziali di forte convergenza, avanzate da Francia e Germania, fossero davvero quelle migliori per l'area nel suo complesso. Non tutti possono essere uguali alla Germania né è detto che se lo fossero, questo sarebbe complessivamente vantaggioso per l'area nel suo complesso.

L'introduzione del nuovo meccanismo di stabilità europea (che sostituirà l'attuale Efsf) è un utile tassello alle necessità di ristrutturazione dell'area, offrendo uno strumento permanente per la risoluzione delle crisi del debito sovrano. Per l'opposizione tedesca, che non ha consentito, contro gli stessi desideri della Banca Centrale Europea, al nuovo fondo di acquistare titoli pubblici sul mercato secondario, il fondo non è diventato quello che avrebbe dovuto essere; un abbozzo di un Tesoro europeo, che domani avrebbe potuto evolvere in un sistema di tesoreria unica e di emittente di titoli europei. Ma come si è detto, è un primo passo e forse altri ne seguiranno.

Dal mio punto di vista, cioè dal punto di vista di un economista pubblico interessato al funzionamento delle federazioni, il compito fondamentale del nuovo Esm è quello di consentire un'ordinata ristrutturazione dei debiti dei paesi membri, senza che questo necessiti una fuoriuscita dalla moneta unica. In una federazione, quando una regione o uno stato componente va in default (si tratti della California o del Lazio), nessuno si immagina che per questo la regione o lo stato debbano abbandonare la federazione o la moneta della federazione. Semplicemente, si innestano meccanismi per la gestione del default, che tipicamente prevedono: 1) un sostegno finanziario da parte del budget federale; 2) una revisione delle politiche che hanno condotto al default, spesso come condizione necessaria per ottenere le risorse dal centro; 3) una ristrutturazione ordinata del debito, che tipicamente prevede una riduzione delle promesse debitorie e un allungamento delle scadenze.

Questo è esattamente quello che è previsto dal nuovo Esm nel contesto europeo. L'unica differenza – ma non secondaria – è che i prestiti ai paesi in difficoltà sono stati e verranno concessi a tassi troppo esosi e tali da rendere più probabile, piuttosto che meno, il default del paese. Un aspetto dovuto alla necessità di accontentare le opinioni pubbliche dei paesi prestatori, molto restii ad atti di solidarietà, in una situazione in cui non esiste, o non esiste ancora, una forte identità europea. Ma un errore, oltre che per l'evoluzione futura dell'Unione, perché non dice la verità, e cioè che i primi beneficiari del sostegno al debito dei paesi in crisi, sono gli stessi residenti dei paesi prestatori (le banche in particolare) che tengono nel loro portafoglio i titoli in crisi.

Il nuovo Patto di Stabilità e Crescita – cui hanno aderito i paesi Ecofin, ma che non è stato ancora definitivamente approvato perché richiede l'approvazione anche del Parlamento Europeo – è anche migliorativo rispetto a quello precedente. Non solo il disavanzo, ma anche il debito pregresso diventa centrale nella valutazione della situazione finanziaria di un paese; si arricchisce la batteria di indicatori a disposizione della Commissione per valutare la situazione economica e la concorrenzialità di un paese; si prevede che anche il debito privato diventi parte della valutazione – giustamente, perché come dimostrato dall'esperienza irlandese e in genere di tutti i paesi dopo la crisi finanziaria del 2008-9, i debiti privati, e in particolare, quelli bancari hanno la tendenza a diventare rapidamente pubblici, data l'impossibilità per un paese di lasciar fallire il proprio sistema bancario.

Quello che ancora manca, il difetto di omissione, nella nuova governance dell'euro, è appunto una strategia di ricapitalizzazione del sistema bancario e di emersione delle perdite ancora nascoste nei bilanci delle banche. È facile prevedere, come argomentato da molti commentatori, che finché non si farà chiarezza, e non si predisporrà una strategia credibile di fuori uscita dal debito bancario, la crisi dell'euro persisterà.

Il nuovo patto di stabilità prevede anche un rafforzamento delle sanzioni, o più esattamente, un nuovo meccanismo per renderle efficaci, visto che di qui in poi, all'opposto di quanto avveniva in passato, le procedure per deficit eccessivo portate avanti dalla Commissione potranno essere solo bloccate a maggioranza qualificata dal Consiglio. Quanto questo sia utile, non lo so; è lecito dubitare sulla saggezza di imporre sanzioni monetarie a un paese che è già in difficoltà di bilancio. In un equilibrio perfetto nei sotto-giochi, le sanzioni dovrebbero servire appunto per non essere mai usate, cioè, per disincentivare un paese dal perseguire strategie economiche e di finanza pubblica diverse da quelle previste e pattuite con gli altri membri. Ma se questo è il caso, c'è da domandarsi se non esistevano sanzioni altrettanto efficaci e meno dannose per l'interesse del paese stesso (per esempio, una sospensione del diritto di voto nel Consiglio). C'è anche il rischio, vista la vaghezza delle condizioni che dovrebbero portare la Commissione a decidere sulla esigenza di imporre delle sanzioni, che poi esse non siano usate, con conseguente perdita di credibilità dell'intero sistema.

E l'Italia?

E l'Italia, come esce da tutto questo? In particolare, che succede se, come molto probabile, i nuovi meccanismi previsti dal Patto di Stabilità saranno approvati dal Parlamento europeo? Quello che succederà non è molto diverso da quello che sarebbe comunque successo con gli attuali meccanismi che, ricordo, prevedevano il raggiungimento di un equilibrio strutturale di bilancio, con una correzione annuale del disavanzo pari ad almeno lo 0.5% del Pil. L'applicazione della nuova regola sul debito – ammesso che sia applicata automaticamente, cioè senza tener conto degli altri aspetti portati all'attenzione degli altri paesi dall'Italia, quali il suo limitato debito privato e la solidità del sistema bancario, poco esposto nei confronti dei paesi euro in difficoltà – richiederebbe una riduzione del 5% annuo dello scostamento tra il rapporto debito/Pil di un paese (misurato come media del rapporto nei tre anni precedenti) e il target, che è fissato al 60%. Per l'Italia, che ha un debito pubblico pari a quasi il 120% del Pil, ciò implicherebbe un aggiustamento strutturale il primo anno pari a circa 3 punti di Pil, per poi ridursi successivamente, via via che il debito effettivo si avvicina al target. Rispetto ai vincoli attuali (che comunque rimangano invariati) ciò implicherebbe una dinamica dell'aggiustamento più rapida negli anni iniziali (a partire dal 2015) e minore in quella successiva.

Studi e simulazioni hanno mostrato che il processo è oneroso ma tutto sommato sostenibile in presenza di una dinamica di crescita ragionevole, attorno al 2% del Pil annuo; potrebbe diventare insostenibile se la dinamica fosse più bassa, come per esempio l'1% attualmente accreditatoci per l'anno in corso, un valore (ahimè) più in linea con la crescita asfittica che abbiamo conosciuto negli ultimi 10 anni, anche prima della crisi del 2009. Senza crescita e con la pressione fiscale già troppo elevata (sugli onesti) che abbiamo, l'aggiustamento dovrebbe avvenire tutto sulla spesa; ma già la nostra spesa primaria sul Pil è di circa un punto inferiore a quella media europea e concentrata su elementi incompressibili (quasi il 40% è composta da pensioni). È chiaro che se ci si dovesse trovare su questa strada, un intervento sulla spesa dovrebbe essere non solo molto forte ma anche fortemente selettivo, per evitare di influire negativamente sul denominatore del rapporto debito/Pil, cioè sulle potenzialità di crescita futura del paese. Finora, la classe politica italiana si è dimostrata sostanzialmente incapace di perseguire una strategia di questo tipo.

Andrebbe anche osservato che, indipendentemente dall'adozione o meno del nuovo Patto di Crescita e dalla sua attuazione pratica, altri aspetti concorreranno in futuro a rendere più difficile la gestione della finanza pubblica italiana. I tassi di interesse sono ora anormalmente bassi e cresceranno sicuramente in

futuro. Non solo, ma la previsione che con l'introduzione dell'Esm le nuove emissioni di debito pubblico da parte dei paesi dell'euro dovranno tutte contenere espliciti meccanismi di ricontrattazione del debito (le clausole di azione collettiva), eliminando la possibilità del *bailing out*, avrà quasi certamente l'effetto di aumentare la percezione del rischio da parte dei sottoscrittori, aumentando il tasso di rifinanziamento per i paesi più a rischio, tra cui il nostro. L'aggiustamento richiesto sarà dunque corrispondentemente maggiore.

Su una nota più positiva, va però anche notato che gli interventi che più servirebbero per riportare l'Italia su un sentiero di crescita più sostenibile sono riforme che non richiederebbero in realtà nuove spese. Si tratta di interventi di riforma del mercato del lavoro, di maggior concorrenza nei mercati protetti, di delegificazione e sburocratizzazione, di una nuova politica sull'immigrazione, di riforma della giustizia civile, di protezione degli investimenti, di riforma della scuola e dell'Università, ecc. Si tratta in gran parte delle stesse materie investite dal nuovo Patto per l'euro, e su cui non si è fatto finora abbastanza progressi per l'ignavia della nostra classe dirigente e per la resistenza degli interessi minacciati. È possibile che, come già successo altre volte nella nostra storia recente e passata, la pressione del vincolo esterno ci consenta di superare più agevolmente queste difficoltà.

La ricerca ISPI analizza le dinamiche politiche, strategiche ed economiche del sistema internazionale con il duplice obiettivo di informare e di orientare le scelte di policy.

I risultati della ricerca vengono divulgati attraverso pubblicazioni ed eventi, focalizzati su tematiche di particolare interesse per l'Italia e le sue relazioni internazionali.

[Le pubblicazioni online dell'ISPI sono realizzate anche grazie al sostegno della Fondazione Cariplo.](#)

**ISPI
Palazzo Clerici
Via Clerici, 5
I - 20121 Milano
www.ispionline.it**

© ISPI 2011