

E SE JUNCKER FOSSE IL MIGLIOR ALLEATO DELL'ITALIA?

Il governo non dovrà solo cambiare la Legge di bilancio, ma anche pretendere che la Commissione porti avanti i propri progetti di rafforzamento dell'euro-area

Carlo Bastasin e Marcello Messori

1. Premessa

La lettera, inviata il 13 novembre scorso dal Ministro Tria al Vice-Presidente e al Commissario degli Affari Economici della Commissione Europea, aveva reso palese la scelta del governo italiano di non apportare nessuna significativa modifica alla bozza della Legge di bilancio per il 2019 nonostante le sostanziali critiche, ripetutamente avanzate nelle settimane precedenti dalla Commissione stessa. Non è stata perciò una sorpresa che, in ottemperanza alle scadenze previste dal Semestre europeo, il 21 novembre scorso la Commissione europea abbia avviato *l'iter* per l'apertura di una procedura nei confronti del nostro paese.

In questo *Policy Brief*, si sottolinea che tale procedura racchiude almeno due novità e rischia, per ciò, di avere un impatto molto più rilevante rispetto a precedenti - e apparentemente analoghe - iniziative assunte dalla Commissione europea nei confronti dell'Italia e di altri stati membri dell'Unione Europea (EU) o dell'euro-area. Ciò raccomanda una reazione italiana volta a eliminare gli squilibri che stanno alla base dell'apertura della procedura. Per giunta, è bene che la reazione sia sollecita, in quanto si tratta di evitare che le istituzioni europee impongano all'Italia correzioni così pesanti da indurre elevati costi sociali. La nostra tesi è che, per ottenere questo risultato, non basti correggere la Legge di bilancio per il 2019. Il governo italiano deve anche impegnarsi per assicurare la sostenibilità di breve e di medio periodo del nostro debito pubblico e per assumere una posizione attiva nelle ipotesi di ridisegno della *governance* economica e delle *policy* europee. In tal modo, esso potrebbe rafforzare la stabilità e la connessa crescita del nostro paese; e contribuire a una più robusta convergenza fra le economie dell'euro-area.

Al riguardo, una base promettente è offerta dal programma di riassetti istituzionali e di riforme economiche proposto dalla Commissione europea alla fine del 2017 e variamente ripreso nei colloqui franco-tedeschi del 2018. Per contribuire al rilancio di questo programma e per incardinarlo su alcuni capisaldi essenziali allo sviluppo italiano, la coalizione giallo-verde ha però il dovere di non isolarsi e di non diventare un focolaio di tensioni economiche e politiche nell'Unione economica e monetaria europea (EMU). Essa è, perciò, chiamata a rispettare le regole europee esistenti anche in materia fiscale così da ripristinare rapporti di fiducia con gli altri stati membri dell'euro-area.

2. I fatti recenti

Il 21 novembre la Commissione europea ha sostenuto che la bozza di Legge di bilancio per il 2019, presentata dal governo italiano e attualmente in discussione al Parlamento nazionale, comporta una "inosservanza particolarmente grave della raccomandazione", rivolta al nostro paese dal Consiglio europeo di fine giugno 2018 e resa operativa dal Consiglio dell'Unione Europea di metà luglio 2018. Sulla base di quella raccomandazione, approvata dal Presidente del Consiglio italiano e votata dal nostro Ministro dell'Economia, l'Italia avrebbe dovuto aggiustare nel 2019 i saldi del proprio bilancio pubblico del 2017 per mezzo di una correzione pari allo 0,6% del disavanzo strutturale. Viceversa, come già sottolineato dalla Commissione europea nella sua lettera del 23 ottobre scorso, la bozza della Legge italiana di bilancio prevede un incremento del disavanzo strutturale per il 2019 pari allo 0,8%. Tale divergenza implica che il governo italiano non si limita a disattendere la regola, inserita in Costituzione e relativa all'equilibrio strutturale di bilancio (ossia un *deficit* compreso fra lo 0 e il -0,5% del PIL), ma si allontana dal sentiero di convergenza verso questo equilibrio – ossia si allontana dal proprio obiettivo di medio termine (MTO). Ciò giustifica l'affermazione della Commissione, secondo cui il nostro paese ha esplicitamente leso le regole comuni rompendo – così – un patto mai prima infranto nella storia ventennale dell'euro-area.

Per giunta, la Commissione sostiene che le scelte italiane confermano la "non conformità" del nostro paese rispetto al "criterio del debito". Essa sottolinea, al riguardo, tre aspetti: (1) avendo realizzato tassi di crescita positivi sia nel 2016-'17 che nei primi trimestri del 2018 e – aggiungiamo noi – prevedendo tassi reali di crescita pari allo 1,2% nel 2018 e – in assenza della manovra governativa – pari allo 0,9% nel 2019, l'Italia non può giustificare l'aumento del proprio disavanzo strutturale con una congiuntura particolarmente sfavorevole; (2) l'assunzione che una Legge di bilancio, incentrata sulla dilatazione della spesa pubblica corrente, possa produrre nel 2019 un incremento di più di due terzi del tasso italiano di crescita (ossia dal tendenziale 0,9% allo 1,5%) è del tutto irrealistica; (3) ripromettendosi di compiere "un notevole passo indietro" rispetto alle "passate riforme", il governo italiano non può invocare alcuna flessibilità di bilancio. La conclusione della Commissione è che si determina così un elevato "rischio di deviazione significativa dal percorso di aggiustamento raccomandato..." e che diventa molto probabile il mancato soddisfacimento del "criterio del debito stabilito dal trattato e dal regolamento" europei. Il conseguente squilibrio mette a rischio la stabilità economica e la sostenibilità della crescita italiane. Tale quadro giustifica "una procedura per disavanzi eccessivi basata sul debito"; e, in effetti, il 21 novembre scorso la Commissione ha raccomandato di aprire proprio questa procedura nei confronti dell'Italia. Entro il prossimo 6 dicembre il "Comitato economico e finanziario", che è un Comitato

tecnico intergovernativo dell'ECOFIN (ossia del Consiglio della EU nella sua composizione economico-finanziaria), dovrà esprimere un parere – prevedibilmente positivo – rispetto alla raccomandazione della Commissione europea. Sulla base di quel parere, la Commissione potrà poi formulare in via definitiva: (i) la propria posizione rispetto alla procedura da aprire nei confronti dell'Italia; (ii) le proprie proposte in merito alle correzioni di politica fiscale che dovranno essere richieste al nostro paese per superare l'infrazione; (iii) il dispositivo dell'effettiva attuazione del processo. La formulazione dei punti (i) – (iii) richiederà qualche tempo. Dato il vincolo che impone di rendere effettiva l'eventuale procedura di infrazione rispetto all'Italia entro quattro mesi dalla comunicazione (avvenuta ai primi di ottobre 2018) dei relativi dati di riferimento da parte dell'Istituto italiano di statistica (ISTAT), ne deriva che il Consiglio della EU sarà chiamato ad approvare i punti (i)-(iii) della proposta della Commissione entro la fine di gennaio 2019. E' quindi molto probabile che la procedura per *deficit* eccessivo basata sul debito pubblico, che inserirà l'Italia nel ramo correttivo delle regole fiscali europee fissate dal Six Pack e dal cosiddetto Fiscal Compact, diventi operativa dopo la riunione dell'Ecofin del 22 gennaio 2019.

3. La gravità della procedura europea verso l'Italia

La raccomandazione, avanzata dalla Commissione europea qualche giorno fa, rappresenta un inedito per due ragioni. E' la prima volta che la Commissione stessa raccomanda l'apertura di una procedura rispetto a uno stato membro durante il "pacchetto d'autunno" del Semestre europeo, ossia prima che la Legge di bilancio di quel paese per l'anno successivo venga approvata dal rispettivo Parlamento e sia – per ciò – resa effettiva. Inoltre, è la prima volta che si apre una procedura relativa a un eccesso di debito pubblico anziché a un eccesso di *deficit* pubblico.

Oltre ad aver generato qualche confusione nel dibattito dei giorni passati, la mossa della Commissione apre un'opportunità. La confusione, che è stata peraltro minimizzata grazie a una scelta accurata delle parole usate per aprire la procedura, risiede nel fatto che alcuni esponenti dell'attuale governo italiano stanno cercando di attribuire la responsabilità della mossa, intrapresa dalla Commissione verso il nostro paese, alla gestione del bilancio pubblico effettuata dai passati governi. E' evidente che una procedura per debito pubblico eccessivo non può che riferirsi agli *stock* accumulati in bilanci pubblici effettivi (l'ultimo dei quali è quello del 2017); ma dovrebbe essere altrettanto evidente che gli squilibri strutturali, accumulati negli anni passati, non hanno leso sostanzialmente le regole europee sotto la condizione che fossero compensati dall'impegno di correzione dello 0,6% per il 2019¹. La Commissione è esplicita nell'attribuire la responsabilità della richiesta di apertura della procedura a questo mancato aggiustamento. D'altro canto, l'opportunità è data dal fatto – sopra sottolineato – che la richiesta della Commissione potrà essere resa operativa dal Consiglio della EU solo a gennaio del 2019, ossia dopo la formulazione della proposta definitiva da parte della Commissione europea. Il governo italiano avrebbe quindi il tempo per correggere la bozza della Legge di bilancio durante l'*iter* parlamentare fino alla

¹ Come si è già accennato, la definizione di equilibrio strutturale del Fiscal Compact prevede un intervallo di tolleranza compreso fra 0 e -0,5%, per i paesi con un rapporto Debito pubblico/PIL maggiore del 60%, oppure compreso fra 0 e -1%, per i paesi con un rapporto Debito pubblico/PIL non superiore al 60%. L'aspetto è importante perché, come si dirà anche qui di seguito, l'attuale governo avrebbe potuto vincolare la bozza della Legge di bilancio a un rapporto *deficit* nominale/PIL non superiore allo 1,6% e ridurre l'effettiva correzione per il 2019 dallo 0,6% allo 0,1%.

formulazione delle proposte della Commissione in merito alle correzioni di politica fiscale richieste al nostro paese (presumibilmente, metà-fine dicembre 2018).

Per rendere concreta tale possibilità, sarebbe però necessario che intervenissero tre fattori oggi invece assenti. Il governo italiano dovrebbe mostrarsi pronto a: (a) modificare il proprio atteggiamento nei confronti dei vertici e delle istituzioni europee; (b) rinunciare alla realizzazione di parti qualificanti del “contratto” di coalizione; (c) redigere una nuova Legge di bilancio e/o realizzare altri aggiustamenti in grado di determinare, nel 2019, una correzione del *deficit* strutturale di almeno 0,9 punti percentuali per eliminare il relativo disavanzo (almeno lo 0,8%) della manovra oggi proposta e per attuare quanto richiesto dagli squilibri strutturali passati (0,1%: cfr. n. 1). Tenuto anche conto delle diverse valutazioni sulle future dinamiche italiane in termini di crescita e di bilancio, la correzione complessiva sarebbe – grosso modo – equivalente a un aggiustamento del *deficit* nominale previsto per il 2019 pari a 23,5 miliardi di euro.

L’ultimo calcolo proposto mette in luce le conseguenze del secondo aspetto di novità: il fatto che la procedura relativa all’Italia riguardi il debito anziché il *deficit* pubblico. Ciò implica che gli aggiustamenti, che saranno richiesti al nostro paese dopo l’effettiva apertura della procedura da parte del Consiglio della UE, riguarderanno lo *stock* di debito (più del 131% del PIL) e non il flusso di *deficit* (il 2,4% o il 2,9% del PIL, a seconda che si faccia riferimento alle stime del governo italiano o a quelle della Commissione europea). La sproporzione fra le due percentuali illustra, in modo palese, la maggiore gravità di un aggiustamento riguardante lo *stock* rispetto a un aggiustamento riguardante i flussi.

4. Le regole europee sul debito pubblico

Alla luce della precedente conclusione, è opportuno richiamare le regole europee sul debito pubblico. Al riguardo, vi sono almeno tre regole dirette o indirette. La prima, che – in paesi come l’Italia ad alto debito pubblico e a bassa crescita – tende a essere la più severa, richiede aggiustamenti annuali pari a un ventesimo o poco meno (grazie a fattori accessori di correzione) della differenza fra l’effettivo rapporto Debito pubblico/PIL e la soglia del 60%; il che comporterebbe in Italia, per il 2019 e per vari anni successivi, correzioni annuali comprese fra i 65 e i 57 miliardi di euro del bilancio pubblico. La seconda regola richiede la costante realizzazione di equilibri strutturali del bilancio pubblico, ossia – come si è detto – disavanzi compresi fra lo 0 e il -0,5% fino a che il rapporto Debito pubblico/PIL sia superiore al 60%. Si noti che questa regola tende a diventare altrettanto stringente di quella relativa agli aggiustamenti annuali pari a 1/5 della differenza fra l’effettivo tasso di debito e il 60% solo per paesi che hanno tassi nominali di crescita non inferiori al 3,2%, e hanno rapporti Debito pubblico/PIL intorno (ma non superiori) al 120%. Ne consegue che, per l’Italia, soddisfare l’equilibrio strutturale è meno costoso che non rispettare la prima regola. Il raggiungimento di tale equilibrio comporterebbe infatti, nel 2019, aggiustamenti pari a circa 42 miliardi di euro rispetto all’attuale bozza della Legge di bilancio. La terza regola, che è la più morbida e che è sottesa alla richiesta della Commissione di aprire una procedura di *deficit* pubblico eccessivo basata sullo *stock* di debito a causa del mancato rispetto, da parte dell’Italia, del “percorso di aggiustamento raccomandato [dalla Commissione stessa] verso l’obiettivo di bilancio a medio termine...”, imporrebbe al nostro paese nel 2019 (con un tasso di crescita reale atteso dello 0,9%) la già ricordata correzione pari ad almeno 23,5 miliardi di euro rispetto

all'attuale bozza della Legge di bilancio; una correzione che sarebbe in grado di ricollocare il bilancio pubblico italiano sulla curva di convergenza verso lo MTO.

Il riferimento a queste tre regole chiarisce che, nel caso più favorevole e più probabile, l'effettiva apertura della procedura richiesta dalla Commissione imporrebbe al governo italiano di accantonare in via pressoché definitiva i velleitari propositi di modificare la cosiddetta Legge Fornero mediante 'quota 100', di attivare i redditi e le pensioni di cittadinanza mediante trasferimenti mensili maggiori di 700 euro a tutti i disoccupati al di sotto di date fasce di reddito disponibile e di ricchezza accumulata e di perseguire una revisione fiscale a favore del lavoro autonomo e delle imprese non finanziarie di piccolissima dimensione. Modificare la bozza della Legge di bilancio per il 2019 entro la metà/fine del prossimo dicembre, proponendo un rapporto *deficit* pubblico/PIL in grado di incorporare la correzione strutturale dello 0,1% e di avvicinarsi allo MTO (ossia un disavanzo nominale intorno allo 1,6% del PIL), potrebbe quindi rivelarsi una strategia premiante anche per il governo italiano. L'effetto macroeconomico più probabile sarebbe, infatti, una riduzione dell'incertezza politico-istituzionale così rilevante da causare una caduta nei tassi di interesse e un recupero di stabilità e di fiducia delle imprese e delle famiglie italiane. Il che potrebbe evitare, nel 2019, un ritorno della nostra economia a una recessione che appare, sempre più, come l'inevitabile conseguenza degli effetti perversi indotti dalla bozza della Legge di bilancio.

Il maggior ostacolo alla realizzazione di tale strategia risiede nel fatto che il governo di coalizione deve garantire equilibri, pur se inefficienti, fra le due diverse componenti (Movimento 5 stelle e Lega). Una correzione strutturale della portata detta richiederebbe, invece, di posporre vari punti del programma e di fissare – così – una più o meno esplicita gerarchia fra gli obiettivi dei pentastellati e quelli dei leghisti.

5. I rischi incumbenti

Il precedente ragionamento fa emergere il rischio concreto ed elevato che l'attuale coalizione di governo non sia in grado né di fornire una positiva risposta alla decisione della Commissione europea, modificando la Legge di bilancio entro la metà-fine dicembre 2018, né di realizzare gli aggiustamenti che saranno – con ogni probabilità – richiesti dalle istituzioni europee rispetto alla procedura per debito eccessivo nei confronti dell'Italia (nel migliore dei casi, 23,5 miliardi di euro per il 2019 rispetto all'attuale bozza di bilancio). Se questa previsione negativa si rivelasse fondata, si aprirebbero scenari molto preoccupanti per l'Italia. Il nostro paese si avvierebbe su un sentiero mai battuto nella storia ventennale dell'euro-area: uno stato membro si porrebbe, in forme deliberate ed esplicite, in contrasto con le regole condivise dell'unione monetaria e dell'unione economica e non riconoscerebbe l'autorità delle istituzioni preposte a far rispettare tali regole. L'economia e la società italiana si troverebbero così esposte a una forte instabilità che, specie a causa di due fattori fra essi concatenati, potrebbe avere conseguenze disastrose.

Il primo dei due fattori appena menzionati riguarda la reazione degli investitori internazionali e italiani alla posizione eccentrica del nostro paese. Le tensioni di mercato, che si innescherebbero a causa della contrapposizione del governo italiano rispetto al resto della EU (a prescindere dal colore politico), indurrebbero forti rialzi nei tassi di interesse e connesse ingenti perdite per i detentori di titoli di stato

con l'esigenza di liquidare i loro investimenti finanziari prima della scadenza. Di conseguenza, verrebbe scoraggiata la domanda di titoli pubblici italiani in un periodo (il 2019) che sarà caratterizzato da stabili scadenze di vecchi titoli pubblici ma da crescenti indebitamenti correnti (con un fabbisogno totale di copertura pari a circa 400 miliardi di euro su base annuale). I settori bancario e assicurativo italiano, che nel recente passato hanno fatto opera di supplenza assorbendo titoli del debito pubblico nazionale nelle fasi di scarso assorbimento da parte di altri investitori, non potrebbero riprodurre tale ruolo sia per non gravare di ulteriori rischi i propri bilanci già precari sia per soddisfare i nuovi vincoli imposti dal cambiamento di *'business model'* e dalla conseguente riallocazione di gran parte dei titoli pubblici già detenuti nella categoria dei titoli liquidabili solo a scadenza. Questa riallocazione, che pure ha evitato l'immediato emergere di minusvalenze e di insufficienze di capitalizzazione per il settore bancario italiano, implica irrigidimenti nei relativi bilanci e comporta l'assunzione di maggiori rischi rispetto a ristrutturazioni (totali o parziali) del debito pubblico nazionale e rispetto al caso estremo di un'uscita dell'Italia dall'euro-area.

In un quadro del genere, connotato da forte incertezza politico-istituzionale e da una connessa e crescente instabilità economica, si avrebbero ulteriori tensioni sui mercati finanziari che certo non faciliterebbero l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese e che – in ogni caso – innalzerebbero i costi (tassi di interesse) dei prestiti bancari e di altre forme di debito. La combinazione di incertezza e di restrizioni finanziarie scoraggerebbe, come in parte sta già avvenendo, gli investimenti delle imprese private; le perdite sulla ricchezza finanziaria – direttamente o indirettamente – investita dalle famiglie in obbligazioni e azioni scoraggerebbero i consumi privati. L'esito macroeconomico immediato sarebbe, come si è sopra accennato, una ricaduta dell'Italia in una fase di recessione; la minaccia incombente sarebbe, invece, un declassamento dei titoli pubblici italiani fino al cosiddetto *non-investment grade*.

Unita all'incompatibilità della posizione governativa italiana rispetto alle regole e alle istituzioni europee e alla fine della crescente domanda di titoli pubblici da parte della Banca centrale europea (BCE) (fine del *"quantitative easing"* pur se con il re-investimento dei proventi derivanti dai titoli pubblici precedentemente acquistati e giunti a scadenza), la recessione della nostra economia e il declassamento dei nostri titoli pubblici fungerebbero da anticamera per una grave e crescente difficoltà da parte dell'Italia di reperire sui mercati nazionali e internazionali le risorse necessarie a rifinanziare il proprio debito. Per giunta, il non-rispetto delle regole europee da parte del nostro paese impedirebbe al governo di aggirare il problema delle difficoltà di accesso ai mercati mediante l'attivazione dei meccanismi europei predisposti fra il 2010 e il 2012. Anche in caso di emergenza estrema, senza un esplicito impegno da parte del governo italiano di essere conforme alle regole dell'euro-area e di attuare gli aggiustamenti richiesti dalle istituzioni europee, non si potrebbero attivare: programmi di aiuto da parte del Meccanismo europeo di stabilità (ESM) per l'acquisto di titoli italiani del debito pubblico sui mercati primari e secondari; il cosiddetto OMT, che permetterebbe alla BCE di acquistare un ammontare indefinito di titoli pubblici italiani di breve-medio periodo. Inoltre, la conseguente crisi di liquidità del settore bancario italiano non potrebbe essere arginata mediante la linea di emergenza (ELA) offerta dalla banca centrale nazionale. Le regole vigenti impedirebbero alla BCE di fornire la necessaria autorizzazione alla Banca d'Italia.

Sotto il profilo istituzionale, l'ipotetica ma possibile situazione descritta sarebbe molto simile a quella in cui si venne a trovare la Grecia alla fine di giugno 2015 dopo la riunione del Consiglio della EU che

sanzionò il rifiuto del programma di aiuto europeo e portò al relativo referendum. Per valutare la portata di tale rischio, appare inutile sottolineare che l'economia italiana ha una dimensione e una forza competitiva molto superiori a quelle greche. Si tratta infatti di differenze che sono significative ma che appaiono meno rilevanti rispetto alle possibili similitudini istituzionali. La vera sfida consiste, invece, nel suggerire iniziative di *policy* che minimizzino la probabilità che l'attuale governo italiano imbocchi quel sentiero che potrebbe portare a risultati così drammatici.

6. Progetti di rafforzamento dell'euro-area

Nelle ore successive alla bocciatura della bozza di bilancio, sia la Commissione europea che il governo italiano hanno espresso la volontà di proseguire il dialogo istituzionale e la ricerca di un accordo. E' necessario che l'apparente disponibilità del governo italiano si concretizzi, sfociando nella costruzione di una soluzione non di breve termine che sia di comune interesse per Roma e per Bruxelles. Il punto di partenza di questa strategia deve consistere nell'assecondare la richiesta della Commissione per un credibile impegno italiano al rispetto delle regole che disciplinano la politica economica europea. Per evitare che venga interpretato come una rinuncia unilaterale del programma governativo, tale impegno va tuttavia associato a un miglioramento nel sistema di *governance* dell'euro-area che sia meno velleitario di quanto proposto dalla coalizione giallo-verde mediante il contributo (*Una politeia per un'Europa diversa, più forte e più equa*) predisposto dal Ministro degli Affari europei, Paolo Savona. La strategia di politica economica italiana può armonizzarsi con una riforma dell'euro-area, posto che questa riforma contribuisca a ridurre in misura decisiva alcuni dei rischi specifici che gravano sull'Italia. In primo luogo, il miglioramento della *governance* dell'euro-area sarebbe in grado di rimediare alla fragilità del sistema bancario mediante il completamento dell'unione bancaria e, in particolare, mediante la disponibilità di un sistema comune di assicurazione dei depositi. In secondo luogo, esso tenderebbe a ridurre il rischio di ridenominazione, che è ancora caricato sul premio dei tassi di interesse degli stati membri in maggiore difficoltà, mediante un bilancio dell'eurozona che stabilizzi le economie nazionali e stimoli gli investimenti e le riforme dei paesi meno convergenti verso gli *standard* europei di efficienza.

Perché una proposta italiana lungo le linee dette possa avere successo, è necessario che si riconnetta al progetto di riforma della *governance* economica dell'euro-area avanzato dalla stessa Commissione europea nel dicembre 2017 – ossia, come è bene notare, meno di un anno fa. In un documento ben recepito al tempo anche dai governi francese e tedesco, la Commissione avanzò una serie di disegni ambiziosi a cominciare dall'istituzione di un Fondo Monetario Europeo (EMF) integrato nella cornice legislativa dell'Unione europea e costruito sulle basi del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM). Nelle intenzioni della Commissione, lo EMF avrebbe dovuto giocare un ruolo più esteso e incisivo nella gestione delle crisi e nell'assistenza a favore dei paesi membri in difficoltà; inoltre, esso avrebbe dovuto assicurare le necessarie risorse di ultima istanza al Fondo Unico di Risoluzione, fornendo così un contributo decisivo al completamento del secondo pilastro dell'Unione bancaria.

Sempre nel dicembre 2017, la Commissione propose l'istituzione di un Ministro Europeo delle Finanze che, ricoprendo anche la funzione di vicepresidente della Commissione, accentrasse e rafforzasse il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi dell'euro-area. In tal modo si sarebbe evitato che

paesi, costretti a limitare l'espansione del loro bilancio pubblico a causa di preesistenti *stock* di debito eccessivamente elevati, venissero penalizzati da un'ingiustificata impostazione fiscale restrittiva da parte dell'intera euro-area. Inoltre, la Commissione avanzò la richiesta di integrare nella cornice legale europea il "Trattato per la Stabilità, il coordinamento e la convergenza" – il cosiddetto Fiscal Compact, "tenendo conto della flessibilità appropriata". Infine, essa propose la creazione di un bilancio specifico dell'euro-area di ampie dimensioni, attraverso il quale assicurare la stabilizzazione di questa stessa area e produrre un sistema di incentivi per investimenti appropriati. L'utilizzo di quel bilancio avrebbe anche potuto incoraggiare le riforme finanziarie e una maggiore efficienza dell'amministrazione pubblica nei paesi dove si fosse rivelato necessario. Essendo rivolto ad aiutare soprattutto i paesi membri più fragili, il bilancio dell'euro-area avrebbe avuto un impatto asimmetrico e avrebbe, così, sancito il carattere solidale dell'Unione economica e monetaria europea (EMU).

7. Lo stallo degli ultimi mesi

Come è noto, nella prima metà dell'anno in corso non si sono avuti progressi nella realizzazione degli ambiziosi progetti della Commissione europea. Nonostante il sostegno manifestato sia dal presidente francese, Emmanuel Macron, sia dalla cancelliera tedesca, Angela Merkel, i diversi progetti sono entrati in una fase di sospensione. La ragione dello stallo è stata attribuita ai fattori di incertezza politica in Germania, alimentati dalla difficile formazione di un nuovo governo e dalla lunga attesa per il delicato voto bavarese dell'ottobre scorso, e in Italia, dovuti alla nomina di un governo con posizioni antagoniste rispetto a una maggiore integrazione politico-istituzionale europea. Macron e Merkel hanno effettuato un timido tentativo per rilanciare l'evoluzione della *governance* europea nel giugno scorso, attraverso la cosiddetta dichiarazione di Meseberg. Tale dichiarazione ha tuttavia suscitato l'opposizione di un gruppo di paesi 'forti' della EU, guidati dall'Olanda. Pur essendo tradizionali alleati della Germania, questi paesi hanno così sottolineato la loro contrarietà verso ogni forma di mutualizzazione dei rischi. Lo stesso governo italiano si è opposto alle proposte che, pur favorendo un processo di condivisione dei rischi, richiedevano una preventiva riduzione dei rischi a livello nazionale.

La riunione dell'Eurogruppo, svoltasi lo scorso giugno nel clima appena delineato, ha fatto chiaramente emergere le difficoltà di avanzamento di qualsiasi riforma nell'ambito dell'euro-area. In quella riunione si è ribadito l'impegno, introdotto dall'ECOFIN nel 2016, a osservare il principio della "sequenza appropriata" tra riduzione dei rischi e condivisione dei rischi che, di fatto, impone ai paesi più deboli dell'euro-area una profonda riduzione dei propri rischi preliminarmente all'istituzione di qualsiasi strumento di condivisione dei rischi. Al riguardo, l'Eurogruppo ha discusso sei indicatori di rischio bancario. Inoltre, pur senza trovare un accordo, esso ha anche esaminato "l'utilità di indicatori addizionali, in particolare in materia di esposizione ai rischi sovrani" delle banche; il che ha costituito una perifrasi per aprire la porta alle pressanti richieste di Finlandia, Olanda e Germania affinché sia attribuita una rischiosità positiva, nel calcolo dei requisiti patrimoniali, all'eccesso di titoli pubblici detenuti nei bilanci bancari. La soluzione proposta ha, addirittura, adombrato l'introduzione di una rischiosità differenziata a seconda della nazionalità dell'emittente. Una soluzione del genere avrebbe un impatto negativo non solo sulla stabilità dell'intero sistema finanziario italiano ma anche sui nostri equilibri fiscali.

L'accordo sugli indicatori di rischio bancario potrebbe aprire la strada all'impegno, da parte dell'ESM, di fornire le risorse finanziarie di ultima istanza richieste da quei processi di risoluzione bancaria che non sono interamente coperti dal *bail-in* e dal Fondo Unico di Risoluzione. Nella citata riunione dell'Eurogruppo, si è peraltro stabilito che questa nuova funzione dell'ESM richiede una preventiva verifica sull'effettiva riduzione dei rischi e si realizzerebbe solo intorno al 2024. Per contro, sempre nella stessa riunione, si è di fatto deciso di posticipare a una scadenza non definita l'avvio di un'assicurazione comune per i depositi (EDIS), che pure è considerata essenziale per completare l'Unione bancaria ed evitare l'avvitamento tra rischi sovrani e rischi bancari di uno stesso paese.

Anche per quanto riguarda il rafforzamento delle altre funzioni dell'ESM, l'Eurogruppo di giugno 2018 ha segnato un arretramento rispetto alle intenzioni dichiarate dalla Commissione europea nel dicembre 2017. L'Eurogruppo ha affermato la necessità che il cosiddetto "fondo salva stati" agisca con la rapidità richiesta da casi di emergenza finanziaria; tuttavia non ha affrontato il problema, sollevato da alcuni stati membri, di come contemperare rapidità di intervento e preventiva approvazione da parte dei parlamenti nazionali rispetto alla concessione di fondi a favore di altri paesi in difficoltà. Per giunta, l'Eurogruppo ha insistito sulla necessaria condizionalità che deve precedere la concessione di aiuti finanziari; e, così facendo, non ha solo riaffermato la formalizzazione di un "*full program*" di gestione e di controllo della politica economica del paese beneficiario dell'assistenza da parte dell'ESM, ma ha introdotto la possibilità di una ristrutturazione *ex ante* del debito pubblico di quel paese. Del resto, nella stessa riunione, l'Eurogruppo ha discusso – pur senza trovare accordo – l'introduzione di clausole di azione collettiva in grado di facilitare sul piano giuridico il processo di ristrutturazione del debito pubblico dei paesi membri; il che potrebbe aprire la porta a forme di ristrutturazione *ex ante*.

Nemmeno in materia di bilancio dell'euro-area, i ministri finanziari dell'Eurogruppo e dell'ECOFIN sono stati in grado di trovare un accordo comune, rinviando ogni decisione all'incontro tra i capi di stato e di governo che si terrà all'inizio di dicembre. Questo rinvio ha segnato un grave arretramento rispetto alla posizione della Commissione europea del dicembre 2017; e ciò ha rappresentato una pessima notizia per quei paesi, come l'Italia, che avrebbero beneficiato di una stabilizzazione della cornice finanziaria dell'unione e di una connessa condivisione dei rischi.

Vi sono state riunioni dell'Eurogruppo anche nel novembre 2018, dove si sono nuovamente affrontate le questioni relative all'Unione bancaria e all'ESM. Secondo quanto riferito dal presidente, Mario Centeno, ci si è avvicinati a una soluzione riguardo al tema delle risorse finanziarie di ultima istanza per il sostegno del Fondo di risoluzione bancaria. Non vi è stato, viceversa, alcun progresso quanto alla definizione di un sistema comune di assicurazione dei depositi bancari e quanto al funzionamento dell'ESM. Non vi è quindi chiarezza né sui tempi di decisione e azione dell'ESM, in caso di emergenze e crisi, né sulla condizionalità richiesta per ottenere la sua assistenza finanziaria precauzionale.

8. Segnali di apertura

Le precedenti considerazioni mostrano che, oltre a essere in stallo su temi cruciali, la trattativa sulla riforma dell'euro-area non va nella direzione auspicata dall'Italia. Le proposte di "condivisione dei rischi", che avrebbero rafforzato la convergenza delle economie più deboli (assicurazione comune dei depositi bancari, rapido intervento precauzionale dell'ESM in caso di necessità, bilancio dell'euro-area

in grado di sostenere gli investimenti e di rafforzare la stabilità dei paesi divergenti, ecc.), sono state messe in secondo piano rispetto a radicali proposte di “riduzione dei rischi”. Se trasformate in obiettivi, queste ultime rappresentano una concreta minaccia all’integrità dell’euro-area. Imporre meccanismi anche indiretti o parziali di ristrutturazione *ex ante* del debito pubblico o limitazioni, senza contropartite, dell’esposizione delle banche rispetto ai titoli sovrani nazionali non costituisce un efficace strumento di prevenzione delle crisi finanziarie e ‘reali’ nel lungo termine. Tali strumenti rischiano infatti di autorealizzare, nel breve termine, l’aspettativa di queste crisi e portare, così, alla loro esplosione.

Il nostro paese ha la necessità di evitare che vengano imposti requisiti penalizzanti ai paesi più deboli dell’EMU e, in primo luogo, meccanismi automatici o semi-automatici di ristrutturazione del debito pubblico e criteri diretti o indiretti di discriminazione dei titoli sovrani in ragione della nazionalità dell’emittente. L’Italia dovrebbe dunque adoprarsi perché i nuovi sviluppi della *governance* economica europea riducano i rischi di instabilità che colpiscono, in modo sproporzionato, i paesi deboli attraverso il rialzo dei tassi di interesse, nuove restrizioni nei crediti bancari, riduzioni nella ricchezza finanziaria delle famiglie e conseguenti cadute negli investimenti e nei consumi aggregati. Del resto, la ragione ultima dell’aumento del debito pubblico italiano nel periodo fra il 2008 e il 2012 è proprio da imputarsi all’aumento dei differenziali nei tassi di interesse. Ne consegue che, anziché isolarsi dal resto dei paesi dell’EMU aumentando la spesa pubblica corrente e contrapponendosi a ogni regola fiscale europea, il governo italiano dovrebbe rimuovere le cause dell’apertura della procedura europea basata sul debito pubblico eccessivo, riprendendo i necessari aggiustamenti di bilancio pubblico, e dovrebbe sostenere i nostri pur modesti tassi di crescita mediante una ricomposizione delle spese e delle entrate in un quadro di stabilità. Soprattutto, il governo italiano dovrebbe cogliere e appoggiare ogni segnale di riavvio del processo di *governance* economica europea che apra prospettive di stimolo alla crescita e di condivisione dei rischi.

Tale segnale è stato inviato, il 16 novembre scorso, dai governi francese e tedesco che hanno riproposto un bilancio per l’eurozona, ipotizzando la messa a disposizione di circa 27 miliardi di euro per sostenere investimenti e programmi di riforma nei paesi non convergenti verso gli *standard* europei di efficienza. Anziché valorizzare questa apertura, che istituisce un ideale ponte con il programma di riforma della Commissione europea avanzato nel dicembre 2018 e sopra richiamato, nei medesimi giorni il governo italiano ha spinto la stessa Commissione ad aprire la procedura di infrazione e ha attribuito alla Francia e alla Germania la volontà di escludere l’Italia da ogni accordo europeo. Il pretesto è stato trovato in un’ovvia condizione introdotta nel progetto franco-tedesco. Uno dei requisiti indispensabili per ricevere ogni forma di assistenza economica e finanziaria in ambito europeo è che lo stato beneficiario sia conforme alle regole europee. E’ perciò scontato che, nel caso di un bilancio per l’eurozona, lo stato intenzionato ad accedere ai fondi di tale nuovo bilancio abbia preventivamente allineato le proprie politiche nazionali agli obblighi fissati dalla cornice del coordinamento europeo di politica economica, incluse le regole fiscali: “*member States and programmes could only receive support by the Eurozone budget if they pursue policies that are in accordance with their obligations under the European economic policy coordination framework, including fiscal rules*”. Questa ovvia affermazione è stata capziosamente interpretata come un criterio per escludere l’Italia.

9. Un'opportunità per l'Italia

Portando il paese nel baratro dell'isolamento politico-istituzionale a livello europeo e della recessione sul piano economico, il governo italiano sta sacrificando un'opportunità importante. La proposta di un bilancio dell'euro-area potrebbe, infatti, aprire una nuova e promettente trattativa fra le istituzioni europee e l'Italia fondata su due capisaldi: un rinnovato e vincolante impegno, assunto dal governo italiano, per il ripristino delle condizioni di stabilità fiscale mediante aggiustamenti del bilancio pubblico che ricollochino l'Italia sulla curva di convergenza verso lo MTO; il rafforzamento della *governance* europea che, prendendo le mosse dalle risorse previste dal bilancio dell'euro-area a favore degli stati membri più fragili, renda cogente l'attuazione del programma di riforma disegnato dalla Commissione europea nel dicembre scorso. Un accordo del genere porterebbe a una riduzione dei differenziali nei tassi di interesse tra l'Italia e il resto dell'euro-area e fornirebbe, così, un contributo decisivo al risanamento della finanza pubblica del nostro paese.

L'Italia ha, dunque, uno specifico interesse affinché venga riportato al centro delle iniziative dell'EMU il processo disegnato dalla Commissione meno di un anno fa. E' evidente che la riproposizione di quel processo non troverà attuazione nelle riunioni che le istituzioni europee terranno nel prossimo mese di dicembre. Nello spirito di una ripresa del documento della Commissione, l'Italia dovrebbe però uscire subito dall'isolamento cancellando la sua scelta di porsi al di fuori delle regole fiscali e istituzionali europee e appoggiando le aperture franco-tedesche sulla *governance*. In una prospettiva di medio termine, il nostro paese avrebbe così un ruolo decisivo da svolgere. Cogliendo la corrispondenza fra i propri interessi e quelli europei, esso potrebbe aprire un nuovo confronto con la Commissione e gli altri governi dell'euro-area. Si tratterebbe di richiedere che la *governance* europea arrivi a rispettare i seguenti criteri:

- Il riequilibrio della sequenza tra "riduzione dei rischi" e "condivisione dei rischi", ponendo i due processi in parallelo e non rinviando a data indefinita ogni forma di condivisione dei rischi, compresa la assicurazione comune sui depositi bancari;
- L'introduzione di forme di ristrutturazione dei debiti pubblici solo su richiesta del paese in difficoltà e senza alcuna forma di automatismo o di quasi-automatismo *ex-ante*;
- La conseguente applicazione di eventuali clausole di azione collettiva, volte a facilitare i processi di ristrutturazione dei debiti pubblici, ai soli casi in cui tale ristrutturazione non avvenga *ex ante*;
- L'esclusione di ogni possibile ponderazione del rischio sui titoli pubblici dell'euro-area, detenuti dal settore bancario, che differenzi questo rischio in ragione dell'emittente nazionale²;
- L'attribuzione di una personalità giuridica europea all'ESM, così da trasformarlo in un Fondo Monetario Europeo guidato dal vicepresidente della Commissione, e di una sua riorganizzazione che consenta a tale istituzione di offrire ampia assistenza precauzionale per la difesa della stabilità finanziaria dell'eurozona senza condizionarla al preventivo approntamento di un "full program" da parte del paese destinatario;
- La condivisione del principio secondo cui le risorse del bilancio dell'eurozona, destinate a facilitare la convergenza delle economie più fragili nell'area monetaria comune, siano allocate in ragione non

²Si noti che il criterio enunciato è conforme alle regole internazionali in materia di requisiti patrimoniali delle banche.

dei livelli assoluti di reddito dei paesi coinvolti ma della perdita relativa di reddito derivante dai costi (di varia natura) imposti dal processo di convergenza;

A fronte di questi sei criteri, il governo italiano dovrebbe riconoscere che ogni assistenza e ogni coordinamento accentrati hanno senso solo se lo stato membro coinvolto rispetta le regole europee di politica economica, incluse quelle fiscali. Di conseguenza, esso dovrebbe concretamente impegnarsi a fare sì che l'Italia soddisfi nel medio-lungo termine i criteri-obiettivo, nella loro attuale definizione, e attivi anche nel futuro i processi di aggiustamento adeguati alla loro realizzazione.