

## **EURO-ZONA, LA RESPONSABILITA' DELL'ITALIA**

Carlo Bastasin, Lorenzo Bini Smaghi, Franco Bruni, Marcello Messeri, Stefano Micossi, Franco Passacantando, Fabrizio Saccomanni e Gianni Toniolo

---

### **L'aiuto della Bce non durerà per sempre**

Siamo tutti tentati di dire che il peggio è, ormai, alle nostre spalle. Eppure, dopo otto anni dall'inizio della crisi, la stabilità dell'euro-area è ancora a rischio. Nonostante diversi tentativi di migliorare le pratiche e le istituzioni di governo dell'Unione, i paesi che condividono la moneta unica continuano ad avere andamenti economici divergenti. Il sistema attuale non sembra ancora in grado di consolidare un percorso di sviluppo. Non siamo nemmeno certi che gli strumenti, di cui disponiamo, riducano significativamente i rischi di instabilità che hanno scosso le fondamenta dall'euro-area, né che permettano a governi e opinioni pubbliche tra loro molto distanti di unire le forze e condividere contromisure adeguate.

La politica monetaria sembra l'unico strumento di politica economica a disposizione. Tuttavia, essa può riportare l'inflazione a livelli normali solo con molta gradualità e incontra limiti nel sostegno dell'attività economica. Per giunta, il ricorso a politiche monetarie non convenzionali incorpora rischi; il che spinge a definire subito limiti di tempo, entro i quali l'allentamento quantitativo dovrà esaurirsi. Saranno le condizioni di carattere geopolitico o finanziario a influenzare la durata del programma della Bce; eppure la scadenza del marzo 2017, evocata dalla stessa Bce, pone fin da oggi l'economia europea di fronte allo scenario dell'uscita da quegli acquisti di attività finanziarie che hanno stabilizzato il mercato dei titoli di Stato ma hanno appena iniziato a dare respiro all'economia.

### **Dal coordinamento accentrato a un meccanismo decentrato**

Il tentativo di rispondere alla crisi accentrando il coordinamento delle politiche economiche dei paesi dell'euro ha via via perso credibilità. Sono stati predisposti imponenti e intricati sistemi di *governance* attraverso il Semestre europeo, il Six-Pack e il Two-Pack. L'applicazione delle regole europee è stata però problematica e asimmetrica, distinguendo tra paese e paese; il che ha tra l'altro intaccato il senso di comunanza che avrebbe facilitato l'adozione e il rispetto di regole condivise. I risultati della nuova *governance* non sono soddisfacenti: nei paesi più fragili, il rapporto tra debito e Pil ha continuato a peggiorare; le riforme strutturali sono state adottate con riluttanza in paesi come Francia e Italia; paesi come la Germania con *surplus* di risparmio non hanno accettato di discutere sul riequilibrio del loro ampio avanzo di parte corrente. Ne è derivato che, in un contesto di bassa crescita economica, i paesi più in difficoltà sono stati obbligati a recuperare la loro competitività attraverso la deflazione interna. Perdita di credibilità e di efficacia hanno contribuito all'erosione della fiducia nella *governance* europea.

Fino al 2012 la gestione della crisi e i cambiamenti istituzionali che l'accompagnavano si sono basati su una gerarchia tra i paesi, in ragione della quale i paesi con *surplus* di risparmio hanno dettato condizioni stringenti ai paesi in *deficit*. Tali condizioni hanno poi trovato riflesso nell'operatività del 'Meccanismo europeo di stabilità' e nei programmi di assistenza finanziaria. Successivamente, quando il compito di stabilizzare la crisi è stato assunto dalla Banca centrale europea - con l'intento di rimettere in funzione i canali di trasmissione della politica monetaria e di difendere l'integrità della moneta unica, si è attenuata la presa delle condizionalità politiche imposte ai paesi più fragili nella prospettiva di un aiuto finanziario da parte degli altri paesi. La spinta riformatrice e il risanamento dei conti pubblici, che erano stati attivati dall'emergenza finanziaria e dal regime di condizioni innescato dagli aiuti, ha finito per attenuarsi ovunque. Semplificando si potrebbe dire che, con l'euro-area in pericolo di sopravvivenza, la Bce si è dovuta far carico di un ruolo di *pivot* finanziario che, in precedenza, era stato svolto - pur se in modo controverso - dalla Germania. Buona o cattiva, la gerarchia tra paesi che consentiva a quelli ad economia più salda di dettare le regole e di imporre una supervisione tecnica a quelli più fragili, si è molto attenuata. Il coordinamento politico delle economie dell'euro-area, accentrato solo attraverso il ruolo primario di Berlino, è diventato quindi via via meno efficace.

Il ruolo della Germania come *pivot* politico e finanziario europeo sta ora ulteriormente evolvendo. In seguito alla crisi dei migranti siriani, Berlino sta perdendo gli alleati politici tradizionali dell'Est Europa. Inoltre i paesi più colpiti dalla crisi economica hanno adottato *leadership* politiche che non aderiscono alle *policy* di austerità. La Commissione europea non è in grado di fungere da sostituto per continuare ad accentrare il coordinamento, perché è vista dai paesi deboli come esecutrice di politiche asimmetriche favorevoli alla Germania e da quest'ultima come complice nell'allentamento del rigore nei paesi in *deficit*. Man mano che l'accentramento del coordinamento delle politiche attorno alla *leadership* tedesca ha perso influenza ed efficacia, Berlino ha iniziato a trasferire le responsabilità dell'aggiustamento in capo ai singoli paesi, soggetti a una supervisione comune ma poco incisiva. Un modello che definiremmo di coordinamento decentrato.

L'erosione della fiducia nel modello di accentramento del coordinamento attorno alla *leadership* di Berlino è dovuta anche a motivazioni politiche nazionali. Nei paesi della periferia è cresciuta l'insofferenza nei confronti di ricette di politica economica imposte dall'esterno e poco efficaci. Tale sentimento ha preso espressione politica in movimenti di opinione anti-europei e quindi contrari all'accentramento delle responsabilità. Ugualmente in Germania, l'ondata migratoria priva di argini, il minor rigore fiscale nell'euro-area e l'attenuazione dell'influenza gerarchica sui paesi e sulle istituzioni europee hanno fatto crescere il senso di "perdita di controllo" sulle sfide nazionali e dell'Unione. Questo sentimento si ripercuote sulla vita politica interna che già vive nella prospettiva delle scadenze elettorali del 2017, diventate per Germania e Francia - senza contare la Gran Bretagna - passaggi cruciali in grado di determinare le sorti del rapporto dei paesi di maggior dimensione e peso politico con l'Unione europea.

## **I rischi per l'Italia**

In questo contesto di minor accentramento delle regole e del coordinamento economico dell'euro-area, la scelta italiana è stata di rilanciare la domanda attraverso l'aumento del disavanzo pubblico invocando clausole di flessibilità equivalenti a un punto percentuale di prodotto interno lordo. Dopo i deludenti esiti delle politiche di austerità, l'obiettivo è stato di stimolare la crescita e di ridurre per tale via il rapporto tra debito e Pil. Nel farlo, si è scelto di utilizzare le risorse per recuperare un po' della fiducia distrutta da anni di recessione, distribuendo denaro alle famiglie anziché abbattere il costo del lavoro o incentivare le attività economiche. Questa scelta sta producendo finora modesti effetti sui consumi privati, mentre gli investimenti non accennano a ripartire.

Si profila quindi uno scenario in cui il rapporto tra debito e Pil non scenderebbe in misura significativa; non è anzi escluso che tale rapporto possa riprendere a salire, in particolare se si verificassero - come è probabile, dati gli andamenti macroeconomici di inizio anno - un rallentamento dell'economia globale e un tasso di crescita della nostra economia inferiore a quello previsto dalla legge di stabilità per il 2016.

L'andamento del debito italiano è uno degli elementi più critici per la stabilità dell'euro-area. Il rapporto tra debito e Pil è, d'altronde, la chiave di volta nel nuovo sistema di *governance* economica europea. Fino all'anno scorso, essendo in recessione, l'Italia ha usufruito di un periodo di transizione che ha reso meno cogenti gli impegni annuali di riduzione del debito. Da quest'anno il periodo transitorio si è esaurito; e non si può escludere che la Commissione, subendo le forti pressioni dei paesi più rigoristi, apra una procedura di infrazione contro l'Italia per violazione del rispetto degli obiettivi di medio termine.

## **Gli effetti negativi del nuovo meccanismo di “coordinamento decentrato”**

L'aumento del debito e del *deficit* attraverso generose politiche di spesa è la prima ragione di indisponibilità da parte degli altri paesi europei a realizzare forme di *risk-sharing*. La sfiducia nella capacità italiana di ridurre il rapporto tra debito pubblico e Pil scoraggia il ricorso a pratiche di accentramento della politica economica e di condivisione dei rischi. A ciò si aggiunga che Francia e Spagna, pur se con un debito pubblico più contenuto rispetto all'Italia, hanno disavanzi fuori linea rispetto alle regole europee. Fatto è che, interpretando i vincoli fiscali a modo proprio anche se con motivazioni economiche o politiche rispettabili, questi tre paesi testimoniano la persistenza di sensibilità diverse nell'euro-area rispetto al problema della stabilità fiscale. A ciò corrisponde, da parte dei paesi più virtuosi, una scarsa disponibilità alla condivisione dei rischi che hanno origine o conseguenze fiscali; e la tendenza è rafforzata dal rallentamento del processo di riforme strutturali delle economie.

Non a caso proprio dalla Germania emerge un modello di coordinamento che, anziché accentrare politiche e responsabilità, sembra intenzionato a privilegiare quello che abbiamo definito un esercizio di “coordinamento decentrato” delle politiche economiche. L'esercizio ha il suo elemento essenziale non nella condivisione dei rischi ma nella pressione per la loro

riduzione specie nei paesi ad alto debito. In particolare ogni paese ad alto debito deve farsi carico di ridurre il rischio di *shock* idiosincratici, rafforzando la separazione tra i rischi sovrani e i rischi bancari. Questo obiettivo viene ricercato prima di tutto attraverso nuove regole che attribuiscano un esplicito coefficiente di rischiosità ai titoli pubblici dei paesi dell'euro-area, costringendo le banche a non considerarli più come titoli privi di rischio. Sono inoltre già materia di discussione nuove regole che stabiliscano limiti precisi alla quantità di titoli sovrani di un singolo paese nel bilancio di ogni banca.

La Bundesbank in particolare richiede che non si proceda ai previsti istituti di condivisione dei rischi bancari prima che sia completato il processo di allentamento del legame tra rischio sovrano e rischio bancario. L'assicurazione comune dei depositi bancari europei verrebbe così rinviata nel tempo perché, nella visione tedesca, condividere i rischi di banche cariche di titoli di stato significherebbe condividere i rischi del debito degli stati. Per la stessa logica ma applicata ai debitori privati, viene poi chiesto che la comune assicurazione sui depositi venga varata solo dopo che siano state armonizzate le norme che regolano il diritto fallimentare. In assenza di regole comuni, un paese potrebbe lasciar fallire le proprie banche e le proprie imprese, così da scaricare parte degli oneri sull'assicurazione dei depositi finanziata da contribuenti stranieri.

Una volta spinti i titoli del debito pubblico di un paese fuori dai bilanci bancari di quello stesso paese, al sopravvenire di una crisi sarebbe possibile procedere alla ristrutturazione del suo debito senza devastare il suo sistema bancario e senza troppo condizionare – in linea teorica – la sua attività economica privata. A completamento di tale decentramento del rischio sovrano, meccanismi automatici di ristrutturazione del debito, attraverso l'allungamento delle scadenze dei titoli pubblici, verrebbero disposti e fatti valere ogni qual volta un paese perdesse accesso al mercato per finanziare il proprio debito pubblico e fosse quindi costretto a rivolgersi al 'Meccanismo europeo di stabilità' per ottenere assistenza finanziaria.

Per paesi ad alto debito e con rilevanti poste di crediti bancari problematici, lo scenario è preoccupante. Quanto sta avvenendo, da alcuni giorni, sui mercati azionari italiani è emblematico: la caduta nelle quotazioni dei gruppi bancari più fragili mostra che, se il funzionamento del 'Single Resolution Fund' rimanesse prevalentemente nazionale per molti anni, le nuove regole europee incentrate sul cosiddetto *bail in* potrebbero accentuare, anziché attenuare, il legame tra rischio bancario e rischio sovrano. Tale legame sarebbe poi rafforzato, con impatti ingovernabili, dall'inserimento di regole di ristrutturazione automatica del debito pubblico di un paese in difficoltà finanziaria. La possibilità di cadere in forme non gestite di *default* rischierebbe di auto-realizzarsi, proprio come è successo nei momenti più drammatici della crisi degli ultimi anni.

### **Scommesse ad alto rischio e ripresa del Pil italiano**

In questo contesto, sarebbe cruciale procedere all'immediata unificazione del 'Single Resolution Fund' europeo o – in subordine – all'immediata creazione della garanzia europea sui depositi. Sebbene il processo di ristrutturazione e di concentrazione del sistema bancario

italiano sembri avviato, ciò non basta: l'ammontare di crediti a rischio nei bilanci bancari impone pronti provvedimenti di stabilizzazione. A questo proposito, nonostante la stringenza delle nuove regole europee, rimangono spazi per forme di cartolarizzazione che non compromettano gli equilibri dei bilanci bancari italiani. Va inoltre ricordato che tali bilanci sono sovraccarichi di titoli del debito sovrano destinati a perdere valore, qualora l'inflazione tornasse su livelli normali e i tassi nominali di interesse aumentassero di conseguenza. Sarebbe quindi auspicabile che le nostre banche utilizzassero l'attuale ampia disponibilità di liquidità, fornita dalla Bce, per accelerare la riduzione della loro esposizione e per diversificare i titoli nel loro attivo.

Un più rapido completamento del 'Single Resolution Fund' e del costituendo Fondo di garanzia dei depositi richiede comunque la ricostruzione di solidi rapporti di fiducia. In proposito, i principali attori europei vogliono comprendere se la ripresa economica italiana sarà tale da migliorare il rapporto debito pubblico-Pil. Le riforme economiche imposte dall'Italia negli ultimi anni appaiono ancora troppo timide per garantire la necessaria crescita dell'economia e per fare sì che l'aumento del disavanzo produca veri effetti di stimolo. Il governo italiano in particolare si è fermato nella revisione della spesa pubblica inefficiente e delle agevolazioni fiscali. Si attende ancora una precisa indicazione sulla riforma della giustizia. La legge annuale sulla concorrenza appare depotenziata e arenata.

Se il processo di concentrazione bancario appare a portata di mano ma insufficiente per assicurare la stabilità del settore, gli adeguamenti strutturali del sistema industriale in vista di uno sviluppo dimensionale delle imprese procedono lentamente e a macchia di leopardo. L'impiego di sussidi e sostegni occupazionali frena, anziché agevolare, le ristrutturazioni nel sistema produttivo, mentre resta ancora da realizzare un piano di riforme inteso a rilanciare la produttività con interventi di carattere microeconomico.

Di fronte al rischio di una deludente risposta degli investimenti e della crescita alle riforme varate, è necessario tenere sotto controllo l'andamento del debito pubblico. Su questo fronte, manca un forte segnale di ripresa dell'azione riformatrice nel risanamento dei conti pubblici, per esempio spostando le clausole di salvaguardia dall'aumento delle imposte a tagli di spesa automatici. Sottovalutare il rischio di uno slittamento negli equilibri di bilancio pubblico potrebbe essere molto rischioso; ed è opportuno che iniziative cautelative, per esempio privatizzazioni tese a ridurre l'aumento nominale del debito, vengano attuate. I progetti di interventi di natura straordinaria che riducano il profilo del bilancio pubblico devono essere ripresi in considerazione.

### **Impegni nazionali e negoziato europeo**

L'euro area ha bisogno di maggiore coesione tra i paesi membri oppure la sua tenuta, non solo economica, rimarrà a rischio. Non ci saranno però né coesione né gestione condivisa dei rischi senza che ogni paese contribuisca, al tempo stesso, a ridurre le proprie ragioni di instabilità.

Per l'Italia è di estrema importanza realizzare passi avanti nella mutualizzazione dei rischi. In particolare, in materia di unione bancaria, dobbiamo spingere per una più rapida messa a

regime del 'Single Resolution Fund' e per far rispettare l'impegno già preso dai governi europei a favore di un'assicurazione comune dei depositi. Bisogna inoltre fare passi avanti nella definizione di una politica di bilancio coordinata, in cui la restrizione fiscale necessaria in alcuni paesi sia compensata da politiche espansive in altri. Alle istituzioni europee deve essere riconosciuto il compito di realizzare politiche di sviluppo di interesse comune e interventi anticiclici per l'euro-area, anche usando in modo più efficace gli strumenti esistenti. Al riguardo, è necessario rafforzare le iniziative europee per lo sviluppo degli investimenti, definendo aree di intervento - a cominciare da quelle per la sicurezza comune e per l'efficienza delle frontiere esterne - che devono essere finanziate in modo congiunto. Gli investimenti in infrastrutture e nei servizi di rete devono essere accompagnati da un processo di maggiore apertura dei mercati nazionali alla concorrenza, nello spirito del mercato unico. Si tratta di misure indispensabili a realizzare un'area economica meno fragile e più coesa.

Sarà però impossibile costruire il consenso per la condivisione dei rischi economici e finanziari se, parallelamente, ogni paese non si sforzerà di ridurre le proprie specifiche fonti di instabilità. Il completamento dell'unione bancaria, mediante una più rapida messa a regime del 'Single Resolution Fund' e la creazione dell'assicurazione europea sui depositi, richiederà progressi significativi nell'allentare il legame tra rischio sovrano e rischi bancari. Per l'Italia si tratta di scelte difficili, ma in grado di portare benefici nel medio termine. Nella percezione di molti tra i paesi membri dell'unione monetaria, d'altronde, uno dei rischi più sentiti è rappresentato dall'elevato debito pubblico che stenta a ridursi. La politica di bilancio italiana non potrà dunque trascurare l'obiettivo della riduzione del debito. L'applicazione sistematica di clausole di flessibilità senza attento riguardo all'andamento del rapporto tra debito e Pil sarebbe infatti di ostacolo al rafforzamento del processo di condivisione dei rischi.

In conclusione: l'Italia ha la necessità di lavorare perché si torni a forme di coordinamento accentrate, anche se diverse da quelle già fallite. La nostra economia ha, infatti, l'esigenza di far avanzare le istituzioni comuni e il processo di mutualizzazione in modo da tenere sotto controllo l'insorgere di rischi sistemici, a cui - come l'esperienza recente dimostra - essa è più esposta di altre economie. Come si è già detto, l'attuale elevato grado di sfiducia tra i paesi spinge verso il decentramento dei rischi e delle responsabilità e verso l'abbandono del coordinamento da parte delle istituzioni europee. L'Italia trarrebbe beneficio da un'azione negoziale su almeno due fronti: responsabilità nazionale, da un lato, e maggiore coesione europea, dall'altro. La coerenza su entrambi questi lati consentirà al paese di svolgere un ruolo centrale nel negoziato europeo, avvicinando a sé stati membri diversi ma uniti dalla stessa esigenza: rafforzare l'Europa attraverso la coesione e la riduzione dei rischi.