

## UN COMPROMESSO STORICO PER LA STABILITÀ FINANZIARIA DELL'ITALIA

Carlo Bastasin, Lorenzo Bini Smaghi, Marcello Messori,  
Stefano Micossi, Fabrizio Saccomanni, e Gianni Toniolo

---

1. I rischi politici nell'area dell'euro stavano aumentando già prima del referendum in Gran Bretagna. Oggi quei rischi rappresentano indiscutibilmente la sfida più seria per la stabilità della moneta unica nei prossimi 18 mesi.

Da un po' di tempo a questa parte, le debolezze dei governi in alcuni paesi e gli incerti risultati elettorali in altri, per esempio in Spagna, hanno reso gli investitori estremamente sensibili agli sviluppi istituzionali e politici dei diversi stati europei. Nonostante sia ancora troppo presto per fare delle previsioni credibili sugli effetti economici, sociali e politici di Brexit, è ragionevole ipotizzare che la volatilità dei mercati aumenterà, influenzando i comportamenti degli investitori, dei consumatori e addirittura dell'elettorato in altri paesi dell'Unione europea.

Il prossimo anno sarà un anno cruciale da un punto di vista elettorale per Angela Merkel. Tuttavia è plausibile ritenere che la Cancelliera tedesca vincerà nuovamente le elezioni federali alla guida di una nuova grande coalizione. Rimarrà quindi il baluardo della stabilità politica di tutta l'Unione. Non è possibile fare previsioni altrettanto certe per gli altri paesi europei, dove le elezioni del prossimo anno alimentano invece l'incertezza politica. Anche il possibile impatto globale delle elezioni americane del prossimo novembre contribuirà ad aumentare il clima di incertezza in Europa. Sappiamo già che quello che accade a livello politico nei singoli stati può avere effetti su una scala molto più ampia. Ad esempio, le elezioni presidenziali in Austria e, *a fortiori*, l'incertezza legata alle irregolarità degli scrutini, hanno finito per influenzare pesantemente la strategia europea per le migrazioni. Ci sono quindi buone ragioni per prevedere che i prossimi risultati elettorali avranno conseguenze importanti sulla stabilità dell'intera area dell'euro.

In questo scenario, in cui la Germania manterrà la leadership e altri paesi dovranno invece affrontare una fase di incertezza politica, l'Italia potrebbe trovarsi particolarmente esposta a debolezze politiche, finanziarie e fiscali. Dopo le elezioni amministrative, d'altronde, un focolaio di incertezza politica è emerso anche in Italia. Alcuni osservatori hanno iniziato a dubitare della possibilità del presidente del Consiglio, Matteo Renzi, di vincere il referendum costituzionale di ottobre. Se questo avvenisse, si considera la possibilità che l'Italia si trovi nuovamente al centro di attacchi speculativi che metterebbero seriamente in pericolo la tenuta dell'intera area euro.

*Questa breve analisi intende segnalare a tutte le forze politiche italiane le crescenti difficoltà che provengono dal quadro politico europeo. Come abbiamo già fatto nella scorso gennaio con un precedente policy brief, vogliamo invitare tutti a riconoscere appieno i rischi legati all'elevato debito pubblico dell'Italia e alla fragilità del suo sistema bancario.*

2. Di recente, la Banca Centrale Europea ha definito relativamente buone le condizioni di stabilità dei titoli di Stato, ma ha osservato che al tempo stesso permangono preoccupazioni per la sostenibilità dei debiti pubblici nell'area dell'euro. Fino allo shock causato dal referendum britannico sull'uscita dall'UE, lo stress sistemico sui mercati dei titoli sovrani nell'area euro era rimasto vicino ai livelli registrati prima dello scoppio della crisi finanziaria globale nel 2008, grazie soprattutto alle misure di *quantitative easing* da parte del sistema europeo di Banche centrali. Queste buone condizioni di stabilità riflettevano anche il miglioramento delle posizioni di bilancio, in parte dovute alla graduale ripresa economica. Allo stesso tempo, tuttavia, già emergevano dubbi sulla sostenibilità dei debiti pubblici, in parte legati alla crescita economica che rimane comunque insufficiente, e in parte all'incertezza politica che ha di fatto rallentato gli sforzi di consolidamento delle politiche di bilancio. Un'attuazione equilibrata di tali sforzi di risanamento fiscale non solo migliorerebbe la sostenibilità del debito pubblico nel lungo termine, ma creerebbe spazi di manovra fiscale per sostenere la ripresa economica. Anche gli sforzi per le riforme strutturali specifiche a ogni paese sembrano non rappresentare più una priorità dei governi dell'area euro, indebolendo così le prospettive per una ripresa costante e vigorosa dell'economia europea.

Il risultato del referendum britannico ha già ridestato i dubbi degli investitori sulla sostenibilità di lungo termine dell'area euro, come si evince dall'aumento degli spread dei titoli sovrani dei paesi periferici rispetto ai *bund* tedeschi. I mercati azionari dei paesi della periferia dell'area euro sono stati colpiti significativamente, in particolare i titoli bancari, non appena gli investitori sono fuggiti dalle istituzioni fragili che potrebbero aver bisogno di nuove iniezioni di capitale e profonde ristrutturazioni dei bilanci, in particolare in vista del nuovo round di stress test della BCE. In generale, la volatilità dei mercati è significativamente aumentata.

Le difficoltà incontrate dai titoli bancari riflettono anche il fallimento del completamento dell'Unione bancaria, a cui manca ancora il pilastro fondamentale dell'assicurazione sui depositi (EDIS) accompagnato da un *back-stop* fiscale credibile. Il nuovo sistema regolatorio, basato sul nuovo Meccanismo di Supervisione Unico (SSM) della BCE e il meccanismo unico per la risoluzione delle banche in crisi ha contribuito a una maggiore uniformità delle regole nell'area euro, a rafforzare le riserve di capitale e diminuire il *leverage* delle banche. Ha inoltre creato delle barriere credibili contro la socializzazione delle perdite delle banche private. Tuttavia, il rischio di un ritorno del circolo vizioso tra titoli sovrani e crisi del sistema bancario rimane elevato, in particolare per l'Italia.

La credibilità del meccanismo di risoluzione delle banche insolventi è indebolito dall'insufficienza del Fondo unico di risoluzione. Il problema potrebbe risultare particolarmente evidente nel caso di risoluzione di una grande banca *cross-border*, o di una crisi bancaria sistemica in uno stato membro. L'attivazione improvvisa della clausola del *bail-in* in Italia e in Portogallo ha prodotto delle onde d'urto sui mercati di capitale per i titoli azionari e sovrani. Inoltre, il Consiglio ECOFIN, nell'incontro di giugno 2016, ha deciso di sospendere le discussioni sull'EDIS – praticamente fino a dopo le elezioni in Germania a settembre 2017 – a causa degli scarsi progressi nelle misure di riduzione del rischio per le banche che detengono molti titoli sovrani. Questi sviluppi alimentano ancora di più la frammentazione del mercato bancario europeo, creando nuovi rischi di corto circuito fra i mercati di titoli dei debiti sovrani e i bilanci delle banche.

3. L'instabilità politica non è un problema che affligge solo l'UE o l'area dell'euro; tuttavia, data l'evidente fragilità istituzionale dell'unione monetaria, se lo scenario politico dovesse peggiorare le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito nella periferia dell'eurozona potrebbero riaffiorare. L'incertezza politica potrebbe limitare lo spazio di manovra dei governi per l'aggiustamento dei bilanci pubblici, e rendere diffidenti gli investitori stranieri sul futuro delle politiche economiche e sulla tenuta dell'area euro nel suo insieme. Inoltre, l'incertezza politica potrebbe irrigidire le posizioni tra la Germania e i paesi che sostengono la necessità di riportare le loro economie sulla buona strada attraverso riforme specifiche senza ulteriori aggiustamenti fiscali. L'attuazione delle riforme è diventato un tema politicamente ancor più costoso per i governi che internamente si trovano a dover fronteggiare formazioni politiche euro-scettiche.

L'emergere di questi rischi politici, sia a livello nazionale che sovranazionale, così come il diffondersi di forze politiche ostili alle riforme, potrebbe potenzialmente aumentare la distanza – e la sfiducia – tra la Germania e i paesi più deboli. È improbabile che si arrivi a una posizione più cooperativa poiché l'equilibrio tra la condivisione dei rischi nell'area euro e la riduzione del rischio a livello nazionale è chiaramente sbilanciato a favore di quest'ultimo. La decisione dell'ECOFIN sull'unione bancaria ha dimostrato che la condivisione dei rischi oggi può avvenire solo dopo la riduzione dei rischi. A sua volta, ciò può causare nuove pressioni sugli stati più vulnerabili e contribuire potenzialmente alla diffusione del contagio e alla frammentazione dell'area euro.

Le previsioni di crescita per l'Italia a lungo termine sono meno che soddisfacenti e le due crisi, finanziaria e reale (del 2007-09 e 2010-13), hanno prodotto la peggior caduta dell'attività economica. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL non è aumentato più della media dell'UEM a seguito delle due crisi, ma il livello di partenza era talmente elevato che il rapporto oggi ha raggiunto quasi il 135%. Inoltre, l'Italia rimane schiacciata dal peso dei *non-performing loans* (lordi e netti) e dalla quantità di titoli sovrani detenuti dalle banche.

Il debito pubblico dell'Italia è visto da più parti come una delle principali minacce per la sopravvivenza dell'euro. Pertanto non sorprende che i paesi *core* dell'UE siano preoccupati della decisione del governo italiano di sfruttare tutti i margini di flessibilità previsti dal patto di stabilità. Infatti, è improbabile che il rapporto debito-PIL diminuirà nel 2016 come originariamente preventivato. Ciò potrebbe ulteriormente restringere i vincoli di bilancio imposti all'Italia dalle regole europee per il 2017. In questo quadro bisogna tener conto del fatto che il governo tedesco sta spingendo per una ristrutturazione automatica del debito sovrano dei paesi che chiederanno assistenza finanziaria all'ESM.

4. I risultati delle recenti elezioni amministrative in Italia sono stati offuscati dal dibattito su Brexit. Tuttavia, essi contengono un messaggio importante per il futuro dell'Eurozona. Il primo ministro Matteo Renzi ha ammesso di non essere soddisfatto dell'esito del voto. La spaccatura all'interno del suo partito è aumentata. Le prospettive di stabilità politica fino al termine della legislatura sono ora meno certe rispetto all'inizio dell'anno. Il referendum sulla riforma costituzionale del prossimo ottobre sarà un punto di svolta. Gli investitori già scommettono che, nel caso Renzi dovesse perdere la consultazione popolare, il governo potrebbe cadere o potrebbe rimanere in carica solo per un breve periodo, fino a quando non vengano indette nuove elezioni. Il crescente consenso per i partiti euro-scettici di diversa natura potrebbe diventare un fattore rilevante nel determinare la stabilità del paese.

Quest'ultima affermazione è rafforzata da un esempio significativo. Il nuovo sindaco di Roma, Virginia Raggi, scelta da due elettori su tre, ha annunciato l'intenzione di rinegoziare il debito

della città. Il suo partito considera una priorità anche la rinegoziazione del debito nazionale. Dopo ottobre, gli investitori potrebbero vedere l'instabilità politica in Italia come una premessa per l'instabilità del debito pubblico. Lungi dal voler esprimere una preferenza politica, richiamiamo l'attenzione di tutte le forze politiche italiane affinché riconoscano la necessità di garantire la sostenibilità dei conti pubblici. Vecchi e nuovi partiti devono rendersi conto che esiste la possibilità che l'Italia possa affrontare nuovamente una crisi finanziaria. La strategia di Berlino è quella di allegare immediatamente a qualsiasi richiesta di assistenza finanziaria, la condizionalità. Se l'Italia dovesse perdere accesso al mercato, potrebbe finire sotto un programma di assistenza del tipo già sperimentato dagli altri paesi della periferia dell'eurozona.

Con questa breve nota intendiamo richiamare l'attenzione dei partiti politici affinché diano priorità al bisogno di stabilità dei conti pubblici e alla governabilità del paese attraverso istituzioni ben funzionanti. Al fine di non replicare l'esperienza della Grecia, in cui vecchi e nuovi attori politici emersi dalle ultime elezioni hanno finito per trovarsi stritolati da un drammatico negoziato con la Troika, occorre trovare un consenso nazionale generale basato sull'impegno alla sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo. Pertanto suggeriamo un compromesso storico limitato alla politica fiscale, con l'obiettivo di stabilizzare il debito pubblico italiano senza alcun impatto sulla composizione di un eventuale futuro governo italiano e senza vincoli o compromessi su altri temi politici fondamentali. Le sfide alla sostenibilità del debito potrebbero essere meglio affrontate attraverso politiche macroeconomiche solide. Anche queste dovrebbe far parte del compromesso. Come abbiamo avuto modo di spiegare in una precedente analisi, l'impegno di riduzione del rischio in Italia deve essere inquadrato in un contesto europeo più generale di politiche volte alla condivisione del rischio. Mettere il debito pubblico su un sentiero di sostenibilità creerebbe spazi di manovra per politiche di stabilizzazione anti-cicliche, mentre riforme strutturali specifiche sosterranno le potenzialità di crescita dell'economia, dando ai cittadini un motivo per credere nel proprio paese e nei suoi leader.