

## SCENARI DI CRISI

# Più Europa per placare i mercati

## Solo un'azione condivisa può allentare le tensioni sul debito italiano

di **Pierpaolo Benigno**

**L**a malattia dei debiti sovrani europei è nuovamente riemersa in forma acuta. Non è solo la Grecia a spaventare i mercati, neanche la Spagna, è con l'Italia che si gioca realmente il futuro dell'euro. Non si può nascondere che il famoso spread sottolinea due possibilità: l'aspettativa di una ristrutturazione del nostro debito o la richiesta di un premio che compensi per il rischio che l'Italia si trovi ad un certo punto in un'area valutaria diversa rispetto alla Germania, cioè che l'euro si frantumi. Ci sono tre realtà sulla nostra situazione di finanza pubblica che preoccupano i mercati: la taglia del debito è enorme, ieri a 1.949 miliardi con un bisogno di finanziamento mensile che si aggira regolarmente attorno ai 40 miliardi. Una spesa pubblica pari a 800 miliardi, il 50% del Pil, così alta che nessuna spending review "seria" può pensare di scalfire, e una pressione fiscale al 45%, che ha raggiunto il limite massimo di sopportazione.

La possibilità di raggiungere a breve il pareggio di bilancio è certamente un fattore positivo per arrestare la corsa del debito, ma non è sufficiente per calmare completamente i mercati. Poco cambia sulla necessità di rifinanziare 40 miliardi di debito al mese.

Nei prossimi mesi/anni si possono sviluppare almeno tre scenari di rischio e loro combinazioni. Il primo è quello di una classica crisi di liquidità dove crescenti tassi d'interesse rendono sempre più oneroso il rinnovo del debito al punto da forzare l'Italia fuori dal mercato e costringerla a chiedere aiuti internazionali. Non è questa una scelta volontaria del nostro paese, ma è conseguenza di un mercato che ci mette all'angolo. Data l'enorme taglia del nostro debito, sarà difficile reperire aiuti internazionali sufficienti a coprire le nostre necessità di finanziamento per lungo tempo. Recuperare l'accesso al mercato, quando lo si è perso, è estremamente difficile anche considerando le condizionalità che di norma si accompagnano agli aiuti internazionali. In questo scenario, è quindi facile aspettarsi che prima o poi l'Italia sarà costretta ad una ristrutturazione per lo più ordinata del proprio debito.

Siamo molto lontani da una prospettiva del genere? Negli ultimi 6 mesi dello scorso anno, gli investitori stranieri hanno scaricato più di 150 miliardi del nostro debito pubblico di cui buona parte è finita nella mani delle banche italiane e l'altra è stata acquistata dalla Bce. Alla fine dello scorso anno c'erano ancora poco più di 600 miliardi di debito in mani estere. In questi mesi stiamo continuando ad assistere ad una fuga degli investitori stranieri che a tratti diventa precipitosa. È difficile pensare che da sole le banche italiane siano in grado di sostituirsi completamente ai compratori esteri, visto che la Bce non ha più intenzione di continuare negli acquisti sul mercato secondario. Ma, in pratica, il rischio di aste deserte rimane comunque basso, perché alla fine la Bce stessa garantisce alle banche liquidità illimitata forzandole implicitamente ad acquistare altro debito italiano. Tutto ciò fa aumentare il rischio paese e la commistione fra problemi del debito sovrano e delle banche. Si apre così il secondo scenario, quello di una progressiva e latente "balcanizzazione del debito", cioè il debito italiano ritorna nelle mani degli italiani così come i problemi italiani ritornano all'interno dei confini nazionali. Un processo del genere porta direttamente verso un regime di repressione finanziaria interna. A questo punto banche italiane o italiani verranno costretti a sottoscrivere ad oltranza il debito pubblico a tassi amministrati; default e ristrutturazione del debito saranno niente di più che forme di tassazione alternative con differenti effetti redistributivi. Da un regime di repressione finanziaria, considerate le dimensioni del debito, se ne esce solo dopo molti anni con il rischio di una profonda e prolungata stagnazione.

C'è poi il terzo scenario, l'incubo degli investitori stranieri. Qui, alla radice, c'è la possibilità di un atto volontario da parte del governo italiano. Una risposta razionale alle avverse condizioni di finanziamento, che porta a scaricare parte dei costi di aggiustamento anche sugli investitori esteri - fin quando rimangono - ricorrendo ad una ristrutturazione ordinata o disordinata. Questa prospettiva presenta diverse gradazioni, come quella di un governo che vuole conservare lo status quo interno al paese e scarica quindi gran parte

dei costi sui creditori stranieri. Oppure quella di un altro governo, in fondo "benevolente", consapevole che un percorso virtuoso di ristrutturazione e riforma all'interno del paese comporta la perdita di tanti diritti acquisiti, e quindi anche quelli dei creditori. Come poi distribuire i costi "equamente" fra i vari diritti è scelta prettamente politica. Strategie di ristrutturazione volontaria vanno studiate nel dettaglio per mitigare il rischio di breve periodo di trovarsi in piena autarchia finanziaria, e vanno attuate dalla notte al giorno. Tuttavia, a conti fatti, non di tratta di un'alternativa necessariamente più costosa rispetto alla repressione finanziaria o all'abbandonarsi completamente agli aiuti e condizioni internazionali. Naturalmente questi tre scenari, con diverso peso, possono ben coesistere con l'integrità dell'euro, con una scissione o completa rottura.

Non possiamo certo dimenticarci di un altro scenario, quello virtuoso della crescita, con il quale convincere gli investitori stranieri che, in fondo, quei 40 miliardi al mese sono pochi rispetto a quanto l'economia riesce a produrre. Ma se l'economia mondiale non riprenderà vigorosamente la sua corsa, sarà difficile che da soli riusciremo a darci un impulso di crescita nel 2012 così come nel 2013. Rimane quindi la speranza di vedere nelle prossime settimane materializzarsi una strategia risolutiva a livello europeo che stabilisca un processo di convergenza chiaro verso un'unione fiscale e politica. Questa è l'unica possibilità affinché si ripristini la fiducia verso quei paesi che sono ancora desiderosi di maggiore unione europea. Senza questo traguardo, non è difficile immaginare cosa faranno in questi mesi quegli altri investitori internazionali che hanno ancora in mano parte del nostro debito pubblico.

pbenigno@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA

