

## La crisi del debito sovrano in area euro: il punto di vista dell'AIAF

### Obiettivo del documento

I problemi dell'economia e dei mercati finanziari evidenziati dall'AIAF nel *Position Paper*<sup>1</sup> sulla crisi finanziaria del marzo 2009 sono ancora attuali. Passi in avanti sono stati compiuti nella supervisione, nell'individuazione di un percorso di rafforzamento delle istituzioni creditizie e nell'affrontare alcuni dei conflitti d'interesse che hanno significativamente contribuito al dilagare della crisi. Tuttavia è ancora incompleto il percorso che possa condurre al rafforzamento e alla stabilità del sistema finanziario internazionale, condizione indispensabile e funzionale ad una sana crescita dell'economia e dell'occupazione.

La crisi del debito sovrano nell'area euro trae origine dalla crisi finanziaria del 2008-2009, ma ha radici profonde nel modello di sviluppo contemporaneo e presenta caratteristiche specifiche di natura economica e istituzionale, che la rendono unica e particolarmente complessa. Pur traendo origine dalla crisi dei mutui *subprime*, la crisi recente presenta una sua specificità europea, poiché ha trovato terreno fertile in un'unione monetaria che non è un'unione economico-politica compiuta. Sul fronte della costituzione di un'unità politica il disegno europeo ha subito la battuta d'arresto del 2005 con l'esito negativo dei referendum francese ed olandese, strappo poi sanato dal nuovo trattato di Lisbona del 2007 ed approvato da tutti gli Stati aderenti. Permangono tuttavia lacune evidenti nel definire un percorso verso l'unità fiscale.

L'obiettivo di questo documento è quello di proporre soluzioni percorribili per superare la crisi del debito sovrano e rafforzare l'infrastruttura economico-finanziaria e istituzionale in Europa. Il coinvolgimento dell'Italia nelle pressioni dei mercati finanziari rappresenta il raggiungimento di un punto nodale della crisi, in cui lo scenario si polarizza e diventa dicotomico: 1) rafforzamento dell'unione economica; 2) disgregazione dell'unione valutaria.

La soluzione della crisi del debito sovrano nell'area euro non è immediata né semplice, ma passa da un percorso di rafforzamento delle istituzioni europee e dal presidio costante dei punti deboli dell'infrastruttura economico-finanziaria del vecchio continente. Una *Road Map* costituita da azioni immediate e interventi di più lungo periodo può costituire uno strumento di rassicurazione dei mercati e soprattutto di difesa dell'Unione Economica e Monetaria nel medio-lungo termine.

---

<sup>1</sup> Il Position Paper sulla crisi finanziaria è disponibile sul sito dell'AIAF: [www.aiaf.it](http://www.aiaf.it)

## La Road Map AIAF per superare la crisi

La soluzione della crisi passa attraverso una *roadmap* che preveda le seguenti iniziative, sei di breve periodo (entro i prossimi 6-12 mesi) e sei di più lungo periodo (nei prossimi 2-5 anni):

### Nel breve periodo (entro i prossimi 6/12 mesi):

#### 1. Resta cruciale il ruolo della BCE

**Per assicurare la tenuta dell'area dell'euro e consentire una corretta trasmissione della politica monetaria, la Banca Centrale Europea dovrà proseguire negli acquisti di titoli di Stato.**

Una delle fasi più acute della crisi del debito sovrano, e probabilmente quella che ha determinato un "salto di gravità" della crisi stessa, risale ad agosto 2011, quando i mercati finanziari hanno messo in dubbio la capacità dell'Italia di sostenere il proprio debito pubblico, a fronte di condizioni economiche in peggioramento e di un'elevata incertezza sulla capacità delle autorità politiche europee di arginare il dilagare della crisi. In tale contesto, il ruolo della BCE è stato cruciale, soprattutto con riferimento alla decisione di riprendere l'attività del *Security Market Programme* e l'acquisto di titoli di Stato nel mercato, sebbene di fatto condizionato alla realizzazione di misure di correzione dei conti pubblici da parte del Governo italiano. Inoltre, l'adozione di misure di sostegno al sistema finanziario quali l'introduzione di aste *full allotment* anche su scadenze a più lungo termine o il programma di acquisto di *covered bond*<sup>2</sup> hanno rappresentato un supporto essenziale per la stabilità del sistema finanziario.

E' peraltro auspicabile che l'azione della BCE segua criteri di omogeneità per non avere effetti distorsivi sulla curva dei tassi o sul rendimento dei diversi titoli pubblici. A tal fine, nel rispetto dell'indipendenza dell'istituto monetario europeo e anche con l'obiettivo di garantire la corretta trasmissione della politica monetaria, si trovino forme di coordinamento con i responsabili nazionali della gestione del Debito Sovrano con specifico riferimento agli interventi sul mercato secondario e alle strategie di emissione sul mercato primario.

In prospettiva il ruolo della BCE dovrà restare centrale nel lungo iter che dovrà condurre ad un rafforzamento dell'infrastruttura istituzionale europea, sia con riferimento al presidio di liquidità alle istituzioni monetarie e finanziarie europee, sia con riferimento alla continuità del *Security Market Programme*, con l'obiettivo di preservare e garantire i canali di trasmissione

---

<sup>2</sup> Una disanima completa degli strumenti non convenzionali della BCE è disponibile all'indirizzo web: <http://www.ecb.int/mopo/decisions/html/index.en.html>

della politica monetaria. L'ampliamento dei poteri dell'*European Financial Stability Facility* attraverso la possibilità di acquisto di titoli di Stato di paesi europei sul mercato primario e secondario, difficilmente si tradurrà in una flessibilità operativa paragonabile a quella della BCE, oltre ad avere obiettivi più generali di stabilità del sistema e non di un'adeguata trasmissione delle misure di politica monetaria.

## 2. Rafforzare EFSF/ESM

**Ampliare l'European Financial Stability Facility, anche con risorse "reali" aggiuntive, per consentire una più efficace capacità d'intervento a sostegno degli stati sovrani e, indirettamente, delle banche, mantenendo la necessaria "condizionalità". Anticipare l'introduzione dell'European Stability Mechanism.**

L'*European Financial Stability Facility*<sup>3</sup>, che a regime sarà sostituito dall'*European Stability Mechanism* e che rappresenta il principale strumento di sostegno dei paesi dell'area euro in difficoltà, necessita di un ulteriore rafforzamento oltre che di un'adeguata flessibilità operativa. A tal fine è opportuno che la capacità decisionale non sia condizionata all'assenso unanime dei paesi contributori, soprattutto in situazioni nelle quali la rapidità d'azione è una condizione essenziale per la stabilizzazione dei mercati.

Inoltre, la capacità complessiva dell'EFSF/ESM deve essere incrementata anche con risorse aggiuntive "reali" da parte dei Governi, per segnalare la possibilità di intervento anche a sostegno di quei paesi che presentano una dimensione elevata del debito pubblico o che dovessero richiedere ingenti risorse per essere supportati. L'utilizzo di strumenti di leva per aumentarne la capacità, infatti, va limitato per gli effetti moltiplicativi che si determinerebbero in caso di insolvenza di un paese.

Infine, il sostegno indiretto dell'EFSF/ESM alle banche eventualmente in difficoltà non dovrebbe essere vincolato alla loro risoluzione, ma dovrebbe essere il frutto di una valutazione di solvibilità e continuità aziendale, seppur condizionata ad eventuali misure di ristrutturazione o dismissioni.

---

<sup>3</sup> Le caratteristiche e il funzionamento dell'EFSF è disponibile all'indirizzo web: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

### 3. Evitare il default "involontario" della Grecia

**Evitare un default disordinato della Grecia, con specifico riferimento all'opportunità di impedire l'attivazione dei contratti CDS. La soluzione dello scambio volontario rappresenta una soluzione percorribile, a patto che le condizioni non siano a tal punto penalizzanti da rendere la partecipazione allo scambio insufficiente.**

Le condizioni economico finanziarie della Grecia sono gravi e rendono il paese di fatto già insolvente. La perdita di accesso al mercato dei capitali acuisce la crisi, dovendo il paese affidarsi unicamente al supporto pubblico internazionale, per far fronte al servizio del debito. Non è escluso che ulteriori finanziamenti europei al paese debbano essere necessari nei prossimi anni.

Tuttavia il percorso di aggiustamento dei conti pubblici, sebbene incompleto e inferiore agli obiettivi, è stato caratterizzato da importanti manovre correttive, che con l'ulteriore supporto ufficiale, con il contributo del settore privato e un ulteriore sforzo di contenimento della spesa senza penalizzare la crescita, sono in grado di riportare il debito del paese sotto controllo. A tal fine, il coinvolgimento del settore privato (*Private Sector Involvement, PSI*), appare indispensabile.

Va tuttavia precisato che qualora la ristrutturazione del debito avvenisse su base involontaria ancorché "ordinata", modificando di fatto in modo forzoso le condizioni delle obbligazioni governative, l'effetto sistemico potrebbe essere devastante e finanche peggiore di quello osservato dopo il *default* di Lehman Brothers. L'attivazione dei *Credit Default Swap* implicherebbe la necessità di procedere ad un'asta (*credit-fixing event*) per la definizione dei contratti, ma l'opacità delle contrattazioni di tali strumenti non consente di conoscere ex-ante gli eventuali effetti a catena che tale attivazione comporterebbe. L'ammontare complessivo del nozionale netto di CDS che hanno come sottostante la Grecia è pari a circa 3,7 miliardi di dollari (fonte DTCC, 14 ottobre 2011), ma gli effetti indiretti di un'attivazione dei contratti non sono noti.

Una ristrutturazione del debito pubblico greco, quale risultato di un'offerta di scambio su base volontaria, permetterebbe invece di evitare l'attivazione dei contratti CDS, come chiaramente sottolineato dall'ISDA<sup>4</sup>. Le stesse agenzie di rating, nel caso di un'offerta realizzata senza obbligo di accettazione, si sono espresse ipotizzando l'assegnazione di un rating di default

---

<sup>4</sup> Il comunicato ISDA è disponibile al seguente indirizzo web:  
<http://www2.isda.org/news/isda-statement-on-cds-credit-event-process>

selettivo, unicamente per la durata dell'offerta di scambio. Tuttavia in tal caso, pur ammettendo la realizzazione da parte delle autorità pubbliche di un'attività di *moral suasion* nei confronti delle banche che posseggono tali titoli, le condizioni dell'offerta non dovrebbero essere a tal punto penalizzanti da compromettere un'adeguata partecipazione. Nella definizione delle condizioni dell'offerta va dunque temperata la necessità di coinvolgimento del settore privato, riducendo di fatto l'onere del servizio del debito per la Grecia, con la necessità di garantire una partecipazione sufficiente dei privati all'offerta di scambio.

#### **4. Rafforzare il capitale delle banche**

**Rafforzare la posizione patrimoniale delle banche europee attraverso tre canali in ordine di priorità: a) mercato o fonti private; b) interventi governativi dei singoli paesi ai quali le banche appartengono; c) European Financial Stability Facility. Va tuttavia preservata la capacità di credito all'economia da parte del sistema bancario; i titoli di Stato europei andrebbero valutati al valore nominale, perché va implicitamente esclusa l'ipotesi di *haircut* di debito pubblico europeo;**

Il superamento della crisi del debito sovrano passa per un deciso rafforzamento delle banche in Europa, sebbene le condizioni specifiche nei singoli paesi siano diverse. La connessione tra debito sovrano e patrimonializzazione delle banche è elevata, non solo per la significativa presenza di titoli di Stato europei negli attivi delle banche. Allo stesso tempo, la fragilità di alcuni stati sovrani è spesso l'espressione della necessità di sostenere le banche del paese in difficoltà. L'interconnessione tra banche e debito sovrano necessita di soluzioni organiche, in un quadro complessivo di risanamento dei conti pubblici e di rafforzamento del settore bancario. E' altresì evidente che per alcuni paesi, tali obiettivi non sono ottenibili congiuntamente, necessitando di un adeguato supporto da parte degli altri paesi europei.

In una logica solidaristica e di auto rafforzamento dell'area euro sul fronte del sostegno al Debito Sovrano dei paesi membri occorre prevedere sistemi di incentivo alle banche che detengano titoli di Stato nell'area Euro, ad esempio attraverso una valutazione contabile degli stessi al valore nominale. Osservare la Bce che acquista titoli di Stato Italiani e alcuni primarie banche europee contribuire all'aumento del rischio sovrano tramite significative dismissioni di titoli di stato in fasi delicate di mercato rende opportuna una maggiore supervisione anche sulle attività di negoziazione delle banche.

La fonte primaria di ricapitalizzazione delle banche resta quella privata, sia essa la riduzione dei dividendi o degli incentivi, l'eventuale ricorso al mercato o l'apertura a singoli grossi

investitori. Qualora tale strada non fosse percorribile e le condizioni lo richiedessero, l'intervento governativo rappresenta la soluzione subordinata ma necessaria per quelle banche per le quali la necessità di capitale è indispensabile per riportare la necessaria fiducia. Qualora le condizioni di finanza pubblica non permettessero l'intervento governativo, l'EFSF, seppur condizionatamente alla realizzazione delle operazioni necessarie al risanamento delle banche coinvolte, deve rappresentare il "prestatore di capitale di ultima istanza" per le banche europee.

L'introduzione di più stringenti requisiti di capitale in Europa va nella direzione del rafforzamento delle banche, ma deve tener conto delle condizioni di mercato e dei Governi coinvolti. Va preservato il credito all'economia, adottando le misure più opportune per una transizione graduale verso i nuovi requisiti di capitale, che non mettano a rischio la crescita del credito e dell'economia. Il rafforzamento patrimoniale deve infatti garantire che esso non venga realizzato attraverso la riduzione degli attivi, soprattutto se riferibili all'attività di prestito all'economia. Sebbene di tale circostanza siano ben consapevoli le autorità, anche alla luce degli incentivi manageriali spesso diretti al sostegno dei valori azionari, non è chiaro come possa essere verificato che il rafforzamento patrimoniale non si traduca in un *credit crunch*.

Il piano di rafforzamento del capitale delle banche europee, che dovranno raggiungere un core Tier 1 del 9% entro il 30 giugno 2012, tenendo conto delle quotazioni dei titoli di stato al 30 settembre 2011, rischia di risultare dunque dannoso per l'economia. I titoli di Stato europei andrebbero invece valutati al valore nominale, perché va implicitamente esclusa l'ipotesi di haircut del debito pubblico europeo. Inoltre le regole di contabilizzazione utilizzate per il piano di rafforzamento<sup>5</sup> dell'European Banking Authority (EBA) si concentrano eccessivamente sui titoli di stato, penalizzando i paesi più fragili, senza considerare i rischi legati al possesso di attività cosiddette "Level 3".

## 5. Presidiare i mercati

**Presidiare l'andamento dei mercati, con specifico riferimento all'opportunità di estendere i divieti di naked short selling e di naked CDS trading per i tempi necessari, oltre a finalizzare la legislazione diretta all'implementazione delle regole di preventiva "individuazione della controparte" e di "ragionevole aspettativa" di disporre delle azioni oggetto di vendita allo scoperto.**

**Va accelerata la regolamentazione dei mercati OTC.**

---

<sup>5</sup> Per approfondire il piano di rafforzamento del settore bancario europeo si veda l'indirizzo web: <http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confide.aspx>

Sebbene non vi sia prova certa dell'utilità delle misure dirette alla limitazione delle operazioni cosiddette "allo scoperto", è indubbio che in linea di principio sono corretti ed efficaci i provvedimenti diretti alla necessità di evitare ad esempio vendite di titoli di Stato finalizzate al riacquisto a prezzi inferiori, con ammontare potenzialmente illimitato e in contesti di mercato a volte caratterizzati da scarsa liquidità e dunque da un'elevata reattività dei prezzi stessi.

Inoltre, l'evidenza della diffusione di mercati non regolamentati, spesso poco trasparenti, determina una parcellizzazione della liquidità sugli strumenti finanziari, determinando la concentrazione delle vendite nei pochi mercati maggiormente liquidi in fasi negative di mercato. Al fine di evitare gli effetti potenzialmente catastrofici di *shock* che si propagano nei mercati non regolamentati in un contesto di sostanziale opacità dalle transazioni e di preservare la stabilità del sistema finanziario "trasparente" dall'invasiva crescita del cosiddetto "*shadow banking*", va accelerato il processo di riforma regolamentare.

L'argomento merita tuttavia ben più ampio approfondimento. E' per questo che AIAF sostiene un'iniziativa denominata *Market Eye*, diretta alla realizzazione di una serie di eventi per la promozione di un "dialogo permanente" tra istituzioni, esperti e operatori, al fine di proporre le soluzioni più opportune per un'adeguata regolamentazione dei mercati, a salvaguardia del risparmio e della più efficiente allocazione di esso a fini produttivi.

## **6. Proseguire l'aggiustamento dei conti pubblici**

**Proseguire nelle misure di aggiustamento dei conti pubblici per i paesi maggiormente esposti alle turbolenze di mercato, privilegiando misure che non penalizzino eccessivamente la crescita economica nel breve termine.**

La correzione dei conti pubblici, soprattutto per i paesi più esposti come l'Italia, è una condizione indispensabile per la stabilità di medio-lungo termine. Tuttavia la politica fiscale non deve perdere quella flessibilità che le consenta di perseguire azioni anticicliche in fasi negative della congiuntura economica. Tale esigenza è acuita dal ruolo unicamente anti-inflazionistico della politica monetaria quale quella della Banca centrale europea. Per conseguire tale obiettivo di consolidamento dei conti pubblici, sebbene le condizioni di partenza dei singoli paesi europei siano molto differenziate, la realizzazione di riforme strutturali di lungo termine, come quelle riguardanti la spesa pensionistica, la lotta all'evasione fiscale, le liberalizzazioni e una maggiore efficienza della pubblica amministrazione, possono rappresentare da subito quel segnale convincente di aver intrapreso un percorso di risanamento strutturale.

La natura della finanza pubblica dei paesi occidentali è tale da non poter fare a meno del ricorso al mercato dei capitali. Per tale motivo, la fiducia che i mercati ripongono nella solvibilità del paese resta cruciale per la sostenibilità del debito di qualsiasi paese e in particolare di quelli con caratteristiche di contabilità pubblica caratterizzate da maggiore fragilità. Oltre alla riduzione della dipendenza dal mercato, tramite il contenimento del debito pubblico, il saldo pubblico corrente dovrebbe avere l'obiettivo di un surplus strutturale (1% circa), utilizzabile a fini di sostegno alla crescita economica in fasi cicliche negative, per poi essere ricostituito in fasi cicliche favorevoli. Tale obiettivo consentirebbe l'aumento del debito pubblico complessivo solo in casi straordinari e per periodi limitati di tempo.

### **Nel più lungo periodo (entro i prossimi 2-5 anni):**

#### **1. Rafforzamento della *governance* europea e rilancio della crescita**

**Le riforme per la *governance* e la crescita europee (il cosiddetto Six Pack, l'Euro Plus Pact e la strategia Europe 2020) vanno rapidamente implementate e rafforzate per favorire la convergenza economica e accentuare la natura vincolante degli obiettivi di finanza pubblica. Va incentivato un modello di crescita mondiale equilibrato ed equo, attraverso sane politiche energetiche ed evitando squilibri macroeconomici potenzialmente destabilizzanti.**

Il pacchetto di misure di rafforzamento della *governance* europea rappresenta un importante passo in avanti verso una maggiore integrazione economica e fiscale. All'origine della crisi dell'area euro di questi ultimi due anni c'è anche l'evidenza di un'elevata disomogeneità nel modello di crescita dei singoli paesi, oltre che nei conti pubblici. Un evidente vantaggio competitivo di un paese dell'area euro rispetto ad un altro in un'area valutaria comune, in assenza di aggiustamenti dal lato del cambio, rende molto probabile una divergenza nell'andamento dei conti pubblici, prevalentemente per effetto della differente crescita economica e redditività del capitale. L'obiettivo di convergenza economica, oltre che nei conti pubblici, è una condizione essenziale di equilibrio dell'area dell'euro.

Da un punto di vista strettamente fiscale, il Semestre Europeo rappresenta un passo nella direzione di una maggiore supervisione, così come l'applicazione di meccanismi sanzionatori semi-automatici. La previsione di sistemi di votazione a maggioranza qualificata invertita (solo una maggioranza qualificata può bloccare le sanzioni) riduce i difetti del Patto per la Stabilità e la Crescita, di fatto disatteso fin dall'inizio dello scorso decennio. L'adozione di obiettivi di



finanza pubblica di medio termine (MTO) e la necessità di presentare i corrispondenti Programmi di Stabilità o Convergenza (SCP) rispondono al condivisibile obiettivo di una verifica preventiva delle manovre di finanza pubblica.

Inoltre, l'inclusione di obiettivi di riduzione del debito, oltre che di contenimento del deficit, vanno nella direzione di promuovere la convergenza e non solo evitare l'ulteriore divergenza nei conti pubblici dei diversi paesi, sebbene tali obiettivi debbano tener conto della situazione macroeconomica complessiva e della necessità di adottare target che siano di medio lungo termine.

Tuttavia non mancano i motivi per dubitare che i meccanismi punitivi siano effettivamente efficaci. Sebbene il sistema di votazione renda difficile mettere insieme maggioranze di "blocco" delle sanzioni, l'esperienza dell'ultimo decennio ha dimostrato che soluzioni politiche nell'ambito del Consiglio Europeo hanno spesso reso vano l'intervento sanzionatorio proposto dalla Commissione. Inoltre, la sanzione espressa in termini di deposito infruttifero o di multa potrebbe non essere sufficiente a incentivare i programmi di correzione dei conti, oltre che peggiorare ulteriormente le finanze pubbliche dei paesi membri. Un rafforzamento del pacchetto di governance nella direzione di un maggiore automatismo nell'applicazione delle sanzioni e l'introduzione di sanzioni anche non pecuniarie come la limitazione nel diritto di voto su temi specifici, avrebbe il vantaggio di costituire un sistema maggiormente credibile per aumentare la convergenza dei paesi.

Più in generale, la governance europea dovrebbe fare un salto di qualità più significativo, con il vantaggio di una probabile maggiore semplicità, spingendosi a prevedere organismi istituzionali che accentrino parte della sovranità fiscale oggi di competenza dei singoli paesi. A questo fine sarebbero necessarie specifiche modifiche dei trattati.

Va inoltre incentivato un modello di crescita mondiale equilibrato ed equo, attraverso sane politiche energetiche ed evitando squilibri macroeconomici potenzialmente destabilizzanti. E' opinione diffusa e condivisibile che il persistere di squilibri di parte corrente con paesi occidentali in deficit commerciale e paesi asiatici in surplus abbia significativamente contribuito a determinare tassi d'interesse particolarmente contenuti durante lo scorso decennio, alimentando il *leveraging* del settore privato. Una valutazione preventiva dei potenziali squilibri a livello mondiale, peraltro prevista sotto l'egida del G20, può contribuire, se attuata fattivamente, ad una maggiore stabilità finanziaria e a una più sana crescita economica.

## 2. Inserimento in costituzione dei vincoli di bilancio

**Inserimento nelle costituzioni nazionali dei vincoli di bilancio, ma senza rinunciare al ruolo anticiclico di politiche fiscali espansive. Il raggiungimento di moderati surplus di bilancio (circa l'1%) da utilizzare in periodi di crisi economica rappresenta una soluzione di lungo termine percorribile e utile a contenere il livello del debito.**

Lo scarsa efficacia dimostrata dal Patto per la Stabilità e la Crescita nella sua originaria versione, e i dubbi sull'effettiva capacità della nuova versione rafforzata di realizzare la necessaria azione di controllo sui conti pubblici dei paesi dell'area euro, rendono opportuno l'inserimento di specifici vincoli sulla stabilità dei conti pubblici nelle costituzioni nazionali. Tale inserimento consentirebbe di ottenere quell'enforcement che la complessa procedura di governante europea rischia di non ottenere. Sebbene auspicato nell'ambito della recente riforma della *governance* europea<sup>6</sup>, tale inserimento è lasciato alla discrezionalità dei singoli paesi.

Non bisogna tuttavia rinunciare al ruolo anticiclico delle politiche fiscali nazionali, nonché al compito di agevolare la convergenza economica, preservare l'equità distributiva e massimizzare la crescita potenziale dei singoli paesi, anche tramite l'utilizzo di risorse pubbliche. Un maggior rigore nel controllo dei conti pubblici non può voler dire la perdita di uno strumento cruciale per l'attività politico-economica di un paese. La stessa "cessione di sovranità fiscale", auspicabile in un contesto di maggiore integrazione economica, non può che essere parziale e in ambiti in cui un'adeguata convergenza sia già stata acquisita.

Con tali obiettivi, il perseguimento di un moderato surplus di bilancio consente di disporre delle risorse necessarie alla realizzazione di politiche fiscali anticicliche e al tempo stesso contenere il livello del debito. Il verificarsi di situazioni di deficit di bilancio o di temporaneo aumento del debito devono essere eventi eccezionali corrispondenti alla necessità di realizzare politiche di sostegno all'economia o rilevanti dal punto di vista dell'interesse pubblico.

---

<sup>6</sup> Si tratta del *Six Pack* sopra menzionato. Ulteriori approfondimenti sono disponibili al sito: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/647&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

### 3. Integrazione istituzionale e modifiche ai trattati

**L'integrazione europea va accentuata, attraverso un maggiore accentramento di alcune funzioni di finanza pubblica per i membri dell'area euro, fino alla costituzione di un'istituzione *ad hoc*, e la necessaria modifica dei trattati. L'adozione di misure di tassazione organiche a livello europeo, riducendo parte degli oneri fiscali nazionali, rappresenta una cessione di sovranità fiscale dalla periferia al centro, condizione necessaria per una maggiore integrazione.**

Sin dall'avvio del percorso di convergenza economico-finanziaria dei primi aderenti alla valuta comune, il sistema di valutazione di tale convergenza, pur basandosi in buona parte su indicatori economici specifici, è stato influenzato anche da un giudizio prettamente politico che è in parte all'origine della crisi attuale. In particolare, la decisione di "derogare" al Patto di Stabilità e Crescita dagli anni 2002-2003, complici le difficili condizioni di finanza pubblica anche di paesi come la Francia e la Germania, ha di fatto dato via libera a politiche fiscali eccessivamente accomodanti e all'accumulo di debito pubblico, soprattutto in alcuni paesi come la Grecia. Il principale difetto del sistema di controllo sui conti pubblici dei paesi europei è consistito nell'affidare a decisioni politiche e non a regole predefinite la valutazione della sostenibilità dei debiti dell'area dell'euro.

Il rafforzamento della *governance* europea che emerge dal cosiddetto *Six Pack* è senz'altro un passo in avanti importante verso il rafforzamento dei controlli, anche preventivi, sulle finanze pubbliche dei paesi europei. Tuttavia il ruolo spesso meramente consultivo che la Commissione europea assume nella valutazione delle politiche di bilancio e la mancanza di chiari meccanismi di *enforcement* di eventuali misure correttive rendono l'attuale *governance* ancora troppo debole per evitare il permanere di disomogeneità nella gestione dei conti pubblici in area euro.

Il rafforzamento del sistema economico finanziario europeo passa per un maggiore accentramento delle politiche di bilancio, attraverso una parziale cessione di sovranità fiscale dai singoli stati alle istituzioni centrali. L'istituzione di un organismo *ad hoc* o il rafforzamento dei poteri della Commissione e del Commissario agli Affari Economici e Finanziari deve spingersi fino all'autonomia impositiva su specifiche forme di tassazione (come la tassazione sulle transazioni finanziarie) anche al fine di accumulare le risorse utili per il sostegno della stabilità finanziaria in Europa. L'imposizione fiscale va spinta fino ad essere differenziata per paese membro, secondo il diverso grado di correzione dei conti pubblici necessario. Tali riforme implicano la necessità di modificare il Trattato di Lisbona<sup>7</sup>, a partire dalla formulazione

---

<sup>7</sup> Il Trattato di Lisbona nella sua versione consolidata è disponibile al seguente indirizzo web: [http://europa.eu/documentation/legislation/index\\_it.htm](http://europa.eu/documentation/legislation/index_it.htm)

dell'art. 136, prevedendo così per i membri dell'area euro un ruolo più pervasivo delle istituzioni europee su specifiche tematiche fiscali.

Nella sua formulazione attuale il Trattato di Lisbona non include la politica fiscale neanche tra le materie cosiddette di "competenza concorrente" tra istituzioni europee e stati membri. Eventuali disposizioni di carattere fiscale sono previste solo in casi eccezionali e con decisioni del Consiglio prese all'unanimità.

Più in generale, in materia fiscale e con riferimento a specifici ambiti di intervento, occorre andare oltre il principio di armonizzazione e prevedere un trasferimento di sovranità fiscale dagli stati membri alle istituzioni europee. Tra le principali tematiche da affrontare per l'attuazione di questo progetto, oltre a quelle di natura prettamente politica legate alla cessione di potere impositivo, c'è la necessità di realizzare una più accentuata distinzione tra i paesi dell'Unione Europea e quelli appartenenti all'area euro.

Infine, sebbene nel Trattato di Lisbona sia presente la massima parte delle riforme previste dal Trattato di Roma del 2004, poi non ratificato da tutti gli stati aderenti, la ripresa di un progetto costituzionale europeo potrebbe rappresentare l'occasione per un rafforzamento di tutte le istituzioni, anche di quelle non finanziarie. La necessità di riprendere tale percorso è emersa in occasione della recente convocazione, poi ritirata, di un referendum in Grecia sul pacchetto di aiuti europei, che avrebbe potuto compromettere l'intero progetto di valuta e istituzioni comuni.

#### **4. Emissione di Eurobond o Stability Bond, evoluzione del ruolo della BCE**

**Ad un maggiore accentramento fiscale e solo condizionatamente ad esso, può corrispondere l'emissione di obbligazioni garantite pro-quota dagli stati membri dell'Unione Economica e Monetaria. L'emissione di Eurobond (o Stability Bond) nella misura corrispondente al 60% del Pil di ogni paese, ad esempio, seppur condizionata ad un maggiore accentramento fiscale, rappresenta una soluzione in grado di determinare vantaggi immediati per le finanze pubbliche dei paesi più deboli. Va inoltre realizzata una modifica statutaria della BCE, per consentirle un ruolo attivo quale prestatore di ultima istanza e nel sostegno alla crescita economica, oltre che nella stabilità dei prezzi.**

Un maggiore accentramento fiscale attraverso l'acquisizione di una certa autonomia impositiva da parte delle istituzioni europee, inizialmente attraverso il rafforzamento del budget della Commissione e del ruolo del Commissario agli Affari Economici e Finanziari, può essere

accompagnato dall'emissione di debito comune, garantito dagli stati membri dell'area euro in proporzione del Pil.

Al fine di limitare problemi di azzardo morale da parte dei paesi membri, l'emissione di *Eurobond*<sup>8</sup> va limitata ad un totale pari alla somma del 60% del Pil di ogni paese membro. La politica di emissione va affidata ad un'agenzia creata ad hoc, sotto l'egida del Commissario agli Affari Economici e Finanziari.

Oltre a rappresentare un segnale di maggiore integrazione e condivisione perlomeno parziale della politica fiscale, l'emissione di *Eurobond* consentirebbe di ridurre il costo del debito dei paesi maggiormente esposti alle pressioni dei mercati finanziari, consentendo un più agevole percorso di correzione dei conti pubblici. A fronte di tali vantaggi per i paesi mediamente più deboli, il costo di parte del debito dei paesi più forti subirebbe un aumento.

Un trasferimento di risorse da una paese membro ad un altro non rappresenta una grossa novità. Seppur in misura limitata, l'Unione Europea è già una *Transfer Union*. La novità di maggior rilievo dell'emissione di *Eurobond*, che rappresenta probabilmente un salto culturale oltre che politico-economico, consiste invece nella possibilità che la garanzia dei paesi più forti sia utilizzata a vantaggio dei paesi più deboli. A ben vedere le riforme più recenti, come la possibilità che l'EFSF acquisti titoli di Stato nel mercato primario e secondario, si riflettono indirettamente in una condivisione di garanzie divenendo i paesi membri, in sostituzione del mercato, creditori del paese i cui titoli di stato sono stati acquistati.

L'AIAF è convinta che l'emissione di *Eurobond* alla fine di un processo virtuoso di aggiustamento dei conti pubblici e di progressivo coordinamento fiscale a livello europeo superi le recenti negative valutazioni delle agenzie di rating in relazione al loro merito di credito.

Ad un maggior accentramento fiscale e all'emissione di debito comune dovrebbe corrispondere un ruolo diverso della BCE. Si creano infatti le condizioni per un ruolo attivo della BCE quale prestatore di ultima istanza e a sostegno della crescita economica, oltre che per la stabilità dei prezzi. Il maggiore accentramento fiscale consente di ridurre drasticamente i problemi di "azzardo morale" che caratterizzano un'area valutaria in cui le politiche fiscali sono fortemente decentrate. Si delineerebbe dunque la possibilità per la BCE di assumere il ruolo di prestatore di ultima istanza, sebbene con specifico riferimento al debito pubblico "comune". Cadrebbe dunque, almeno parzialmente, quella dicotomia tra valuta (comune) e debiti pubblici (nazionali) che impedisce alla BCE di svolgere il ruolo che di fatto hanno avuto la Fed e la Banca d'Inghilterra nel contrastare efficacemente la crisi.

---

<sup>8</sup> Entro fine anno è in ogni caso prevista la presentazione di un *Discussion Paper* sui cosiddetti *Stability Bond* da parte della Commissione Europea.

Inoltre l'esperienza statunitense della Fed ha dimostrato che il doppio mandato (crescita economica e stabilità dei prezzi) non pone seri rischi inflazionistici e consente alla banca centrale di mantenere la flessibilità necessaria in un contesto di maggiore complessità come quello che caratterizzerà gli anni futuri. Il modello della Bundesbank può essere superato, senza compromettere la credibilità dell'autorità monetaria europea.

## **5. Assicurare un'applicazione omogenea, seppur anticipata, dei criteri di Basilea III**

**Sebbene diluiti nel tempo, i criteri che saranno adottati nell'ambito della nuova regolamentazione bancaria sono di fatto stati anticipati da molti gruppi bancari e saranno probabilmente rafforzati dal piano di ricapitalizzazione delle banche europee. Il rafforzamento delle banche da un punto di vista del capitale e della liquidità, quale quello di Basilea III, rappresenta un fattore di fiducia imprescindibile per un sano sostegno all'economia e per riconquistare la fiducia dei mercati. Tuttavia tale rafforzamento, oltre a dover avvenire senza danno per l'attività di credito all'economia, non deve essere penalizzante per le banche europee.**

L'aumento del rischio sovrano e di quello bancario sono state due espressioni della stessa crisi di fiducia. A ben vedere, la storia finanziaria degli ultimi quattro anni ha visto banche e stati sovrani trasferirsi risorse e rischi, in un connubio che oggi mostra tutta la sua pericolosità per le implicazioni sistemiche in un contesto di scarsa fiducia da parte degli investitori<sup>9</sup>. Al di là delle origini della crisi e delle falle regolamentari che hanno indubbiamente alimentato il suo svilupparsi, in questa sede si vuole porre l'attenzione sulla necessità di avere un sistema bancario solido e affidabile per sostenere gli investimenti, l'innovazione, la crescita economica e dunque il benessere di un paese.

Se la crisi bancaria dei mutui *subprime* è diventata crisi del debito sovrano anche per effetto degli interventi del settore pubblico a sostegno delle banche, la crisi del debito sovrano è tornata ad essere crisi bancaria per effetto dell'esposizione delle banche ai titoli di stato. Se parte della soluzione della crisi del debito sovrano sta nella correzione dei conti pubblici, questa crisi bancaria non può che essere risolta attraverso il rafforzamento della solidità del settore, grazie ad una maggiore patrimonializzazione.

---

<sup>9</sup> Si veda a tal proposito: "Quantifying Spillovers from High-Spread Euro Area Sovereigns to the European Union Banking Sector"; Global Financial Stability Report; IMF; settembre 2011

Negli ultimi due anni le banche hanno mediamente già anticipato in buona parte i requisiti patrimoniali di Basilea III, rendendo di fatto inutile un periodo di applicazione dei requisiti così diluito negli anni. Tuttavia allo stato attuale non è chiaro se negli Stati Uniti la nuova regolamentazione sarà applicata a tutte le banche o unicamente a quelle con attività internazionale. E' dunque necessario assicurare un'applicazione uniforme a livello internazionale dei parametri di Basilea.

## 6. Agenzie di rating e regolamentazione mercati

**Nonostante i mercati finanziari abbiano avuto il paradossale "pregio" di aver accelerato riforme che altrimenti avrebbero impiegato diversi anni per essere realizzate, l'esperienza recente ha dimostrato la necessità di una maggiore regolamentazione e trasparenza dei mercati, evidenziando quanto la parcellizzazione delle piazze finanziarie, spesso poco trasparenti, possa determinare rischi significativi per il sistema. Va inoltre stimolata la creazione di agenzie di rating, anche a carattere sovranazionale, distinguendone l'attività per le imprese da quella per gli stati sovrani. Va garantita una maggiore concorrenza nel settore e assicurata un'adeguata regolamentazione e una costante indipendenza dagli interessi privati e dalle autorità pubbliche.**

Alla base dello sviluppo della crisi del debito sovrano c'è l'evidenza che gli stati dipendono dai mercati finanziari per l'emissione di debito pubblico e non possono fare a meno di essi. La relazione tra mercati e stati sovrani si fonda sulla fiducia e nello specifico sulla valutazione che il mercato fa del merito di credito dell'emittente sovrano. Per questo motivo gli stati sovrani hanno la necessità di assicurare i mercati sulla loro capacità di onorare i propri impegni.

Fin dalla fine del 2009, quando fu rivelato che la Grecia aveva conti pubblici molto peggiori di quelli inizialmente comunicati, i mercati finanziari hanno iniziato a dubitare della capacità del paese di far fronte ai propri impegni. La reazione del mercato, accompagnata da risposte istituzionali nazionali ed europee tardive e a volte confuse, ha finito per acuire le difficoltà del paese fino a negargli del tutto l'accesso a capitali privati. Un'analogia evoluzione ha poi caratterizzato altri paesi maggiormente fragili come l'Irlanda e il Portogallo.

In questa sede si vuole prescindere dall'analisi della natura dei movimenti di mercato, se e quanto fossero di natura speculativa o provenienti da investitori cosiddetti *real money*. E' evidente tuttavia che il mercato ha avuto il paradossale "pregio" di smascherare evidenti lacune nella *governance* europea oltre che nella capacità delle autorità pubbliche del vecchio continente di reagire prontamente con soluzioni decise e coordinate.

Ciò detto non va sottovalutato che nel mercato del debito pubblico si siano verificati movimenti delle quotazioni spesso accompagnati da scarsa liquidità e scambi contenuti e che le posizioni di vendita siano state frequentemente finanziate tramite il mercato dei pronti contro termine. A ciò si aggiunga il crescente ruolo del mercato dei *Credit Default Swap*, le cui quotazioni al rialzo sono state spesso i primi segnali di crisi del debito dei paesi più fragili. Molti di questi mercati (CDS, pronti contro termine, piattaforme parallele di trading sui titoli di stato) sono non regolamentati e caratterizzati da una scarsa trasparenza. Non v'è dubbio dunque che parte della crisi del debito sovrano sia stata influenzata da una scarsa regolamentazione e dall'evidenza che la regolamentazione (e la politica) abbia tempi di reazione troppo lenti rispetto alla finanza o che comunque non sia stata in grado di anticiparne gli effetti distorsivi.

L'argomento è tuttavia troppo complesso per essere affrontato in questa sede e merita un approfondimento maggiore. E' per questo che AIAF sta supportando un progetto di studio dei mercati anche dal punto di vista della regolamentazione (progetto denominato *Market Eye*), con l'obiettivo di dare un contributo concreto al dibattito sul tema.

Nella crisi del debito sovrano, infine, le agenzie di rating hanno spesso avuto un ruolo di amplificazione delle pressioni di mercato. Più che i criteri di determinazione del rating, la cui trasparenza va peraltro incrementata, va regolata la tempistica di diffusione dei giudizi, nonché stimolata la costituzione di nuove agenzie, anche di carattere sovranazionale. Una maggiore concorrenzialità appare una condizione utile ad evitare un'eccessiva concentrazione presso poche agenzie del giudizio riguardante il merito di credito di un paese, con effetti probabilmente meno dirompenti derivanti dalla modifica del rating di una singola agenzia. Condizione essenziale per una corretta valutazione del merito di credito resta l'indipendenza dagli interessi privati e dalle autorità pubbliche. A tal fine, la creazione di un'istituzione di controllo presso il Fondo Monetario Internazionale (e in Europa sotto l'egida dell'ESMA) potrebbe garantire tale necessità.

Vanno inoltre promossi: un limite al possesso di azioni delle agenzie di rating autorizzate, limiti temporali nell'attribuzione dei rating, clausole di non collaborazione tra azionisti di una società di rating, un "albo" mondiale delle agenzie autorizzate alle attività di valutazione, in particolar modo per quella riguardante il debito sovrano<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Le proposte di riforma della regolamentazione del settore da parte della Commissione Europea sono previste per metà novembre.



## Le principali novità della proposta AIAF

Per maggiore chiarezza riportiamo di seguito i punti principali che caratterizzano la posizione AIAF.

In sintesi, le autorità europee dovrebbero a nostro giudizio:

- presentare più chiaramente il percorso di rafforzamento delle istituzioni europee, evidenziando l'opportunità di addivenire all'emissione di debito pubblico "comune" (*Eurobond* o *Stability Bond*);
- affrontare con maggiore chiarezza il nodo del potenziale conflitto istituzionale tra i paesi dell'area dell'euro e gli altri appartenenti all'Unione Europea;
- aumentare le risorse "reali" dell'EFSF/ESM per evitare l'effetto moltiplicativo dei potenziali eventi di default, conseguente all'utilizzo di un fattore dei leva;
- prevedere l'inclusione nelle costituzioni nazionali di vincoli di surplus di bilancio (circa l'1%), utilizzabili per il sostegno alla crescita in fasi sfavorevoli del ciclo economico;
- incrementare l'automatismo delle sanzioni in caso di mancato rispetto dei vincoli di bilancio e più in generale superare l'approccio "per raccomandazioni" e successive "sanzioni", per procedere ad una profonda revisione dell'assetto istituzionale diretta alla costituzione di un organismo di budget europeo rafforzato;
- prevedere una sostanziale modifica del Trattato di Lisbona, affrontando il conseguente processo di ratifica;
- recuperare e portare a termine il progetto di una Costituzione Europea;
- modificare il mandato per la BCE, introducendo l'obiettivo di massima crescita economica e il ruolo di prestatore di ultima istanza congiuntamente a quello sulla stabilità dei prezzi;
- valutare al nominale i titoli di Stato europei (ad esclusione della Grecia) ai fini del calcolo del fabbisogno di capitale delle banche e assicurare un'applicazione omogenea, seppur anticipata, della regolamentazione di Basilea III.

## Conclusioni

La crisi del debito sovrano degli ultimi due anni, sebbene tragga origini da una serie di gravi lacune riguardanti la regolamentazione, il modello di sviluppo e l'assetto economico-finanziario in generale, ha trovato terreno fertile in un contesto caratterizzato da fragilità istituzionale quale quello europeo.

La crisi greca ha fatto emergere, infatti, quanto l'approccio europeo alla soluzione delle crisi sia stato di piccoli passi invece che di interventi decisi a sostegno dell'integrità dell'unione economica e monetaria. Alla base di tale approccio c'è la volontà di preservare una buona parte della sovranità politica e fiscale da parte dei singoli stati. Tuttavia risulta chiaro oggi più che mai che un'unione valutaria non può durare in assenza di una convergenza economica e fiscale compiuta e duratura. L'attuale approccio per "raccomandazioni" e "sanzioni" ai paesi membri dell'area euro, sebbene recentemente rafforzato, non ci sembra in grado di garantire tale convergenza. Va dunque promossa una più radicale modifica dell'assetto istituzionale europeo, nella direzione di un maggiore accentramento presso le istituzioni europee e di una perdita sostanziale di sovranità fiscale da parte dei paesi dell'area dell'euro. Tale processo di riforme deve regolare anche un pericoloso rischio di conflitto d'interessi tra i paesi dell'area euro e gli altri appartenenti all'Unione Europea. L'autonomia impositiva su specifiche materie, l'inclusione nelle costituzioni nazionali di un vincolo di surplus di bilancio, l'emissione di debito pubblico "comune" (*Eurobond* o *Stability Bond*), l'istituzione di un organismo ad hoc o un deciso rafforzamento dei poteri del Commissario per gli Affari Economici e Finanziari, rappresentano esempi di riforme che richiederanno la modifica del Trattato di Lisbona, auspicabile anche nella direzione di recupero del progetto di Costituzione Europea. In tale quadro istituzionale, vanno accelerati e intensificati gli interventi regolamentari e di rafforzamento del sistema finanziario di Basilea III, evitando di penalizzare la capacità di credito all'economia e assicurando a livello internazionale un'applicazione omogenea.

Tuttavia visto che i tempi per la realizzazione di tali riforme sarebbero senz'altro lunghi, la stabilità del sistema finanziario va garantita attraverso il mantenimento di un ruolo attivo da parte della BCE. I paesi europei devono proseguire nel consolidamento dei conti pubblici e più in generale nel percorso di convergenza economica con i paesi maggiormente virtuosi, senza penalizzare eccessivamente la crescita economica nel breve periodo. Per i paesi più fragili ed esposti alle pressioni dei mercati finanziari, condizionatamente alla realizzazione delle riforme necessarie, va impedito il raggiungimento di livelli di costo del debito insostenibili, attraverso l'azione dell'EFSF/ESM, la cui capacità d'intervento va incrementata con risorse "reali" da parte degli stati appartenenti all'area dell'euro. I mercati finanziari devono essere costantemente presidiati, estendendo i divieti di vendite allo scoperto e le contrattazioni di *Credit Default Swap* cosiddette "naked", utilizzando tutti i poteri disponibili alle autorità di mercato per

evitare movimenti di natura puramente speculativa in contesti caratterizzati da scarsa liquidità. Va evitato il default "involontario" della Grecia, per gli effetti sistemici conseguenti, in un contesto di mercato (primariamente quello dei CDS) caratterizzato da estrema opacità e deregolamentazione. Il settore bancario va ulteriormente rafforzato anche nel breve termine, ma il rafforzamento patrimoniale non deve penalizzare la capacità di credito all'economia.

## Il caso italiano

La crisi del debito sovrano ha raggiunto un nuovo e più alto livello di gravità quando si sono fatte più forti le pressioni sull'Italia fin dal luglio del 2011. Che il nostro Paese rappresenti un punto nodale per la soluzione della crisi del debito sovrano è giustificato dalla dimensione del debito pubblico, che rende inattuabile, con gli attuali mezzi a disposizione, qualsiasi *bailout* in caso di perdita di accesso al mercato.

La sfiducia dei mercati nella solvibilità dell'Italia non è "solo" politica, ma anche legata al fragile impianto istituzionale europeo. D'altro canto i fondamentali dell'economia italiana sono profondamente diversi da quelli della Grecia, consentendo ancora dei margini di manovra per l'ulteriore aggiustamento dei conti pubblici.

Tuttavia, alcuni obiettivi vanno fissati con urgenza e determinazione:

1. **Ritrovare dalla politica stabilità, compattezza e senso di responsabilità**, necessari a superare una fase senz'altro emergenziale e a realizzare le riforme necessarie ad un ulteriore aggiustamento dei conti pubblici e a stimolare la crescita economica.
2. **Rilanciare la crescita economica**. L'obiettivo è ambizioso e non certo di breve periodo, vista la necessità di realizzare riforme strutturali che riguardino le liberalizzazioni, il mercato del lavoro, gli ammortizzatori sociali, l'istruzione, la fiscalità, la legalità e le istituzioni del nostro paese.
3. **Bisogna aggredire il debito pubblico**. Si impone una terapia shock realizzando una manovra di forte riduzione del debito attraverso le dismissioni del patrimonio pubblico alienabile e la tassazione dei livelli più elevati di patrimonio, il cui impatto sulla crescita economica risulterebbe largamente inferiore a quello di una ulteriore tassazione del reddito.
4. Per assicurare la tenuta dell'area dell'euro e consentire una corretta trasmissione della politica monetaria, **la Banca Centrale Europea dovrà proseguire negli acquisti di titoli di Stato**. Tali acquisti non possono tuttavia sostituirsi all'adozione delle misure di finanza pubblica necessarie al risanamento dei conti pubblici e al rilancio della crescita economica.

## I nodi da affrontare

Più in generale, indipendentemente dalle ragioni che hanno spinto gli investitori a perdere almeno in parte la fiducia nella solvibilità del debito pubblico italiano, è evidente che il nostro paese non può fare a meno del mercato né contare "unicamente" sulla Banca centrale europea per evitare che il costo del debito raggiunga livelli insostenibili o che l'Italia non abbia più accesso al mercato. Le fragilità che hanno caratterizzato il nostro paese negli ultimi due decenni, **debito pubblico elevato e crescita debole**, oggi non sono più accettate dal mercato e vanno dunque affrontate con urgenza.

## Il rilancio della crescita

Si tratta probabilmente dell'obiettivo più ambizioso: il nostro Paese convive da anni con una crescita mediamente modesta e con annunci di drastiche riforme che nella stragrande maggioranza dei casi non si sono realizzate.

La ricetta non è semplice e coinvolge aspetti sociali e culturali delle abitudini nel nostro Paese oltre che considerazioni squisitamente economiche.

In linea generale, l'economia italiana potrà crescere di più puntando sulle seguenti linee guida:

1. **liberalizzazione dei servizi e delle professioni**; si tratta di obiettivi molto frequentemente dichiarati ma mai concretamente raggiunti, complici probabilmente i forti interessi in gioco. Ad eccezione di alcuni servizi pubblici essenziali come la fornitura dell'acqua, va intrapresa con decisione la strada della liberalizzazione dei servizi pubblici locali, ad esempio attraverso l'obbligatorietà dei bandi di gara per l'assegnazione della gestione da parte degli enti locali. Abolizione delle tariffe minime e del divieto di pubblicità per le professioni, nel rispetto delle caratteristiche e del decoro dell'attività professionale.
2. **Riforma del mercato del lavoro e degli ammortizzatori sociali**; riordinare la contrattualistica atipica e incentivare l'assunzione a tempo indeterminato tramite agevolazioni fiscali; riformare la legislazione riguardante il licenziamento, con il più ampio consenso delle parti sociali e ridefinire il welfare con riferimento alle misure di sostegno temporaneo alla disoccupazione.
3. **Riordino della legislazione incentivante per le imprese e sviluppo dimensionale e internazionale delle PMI**; va riordinata la legislazione incentivante per le imprese e vanno reintrodotti strumenti agevolativi quali la 488/92 o la 215/92, seppur attraverso un'attenta verifica degli utilizzi a fini produttivi; vanno incentivate le Reti d'impresa, il *Venture Capital*, la crescita dimensionale e l'internazionalizzazione delle PMI, attraverso

l'associazione di agevolazioni fiscali a conferimenti dei soci o l'emissione di obbligazioni di scopo per progetti di internazionalizzazione.

4. **Riforma fiscale attraverso una riduzione del carico su lavoratori e imprese, costi della politica e lotta all'evasione e alla corruzione;** riformare la fiscalità con l'obiettivo di ridurre la tassazione sul lavoro e sulle imprese e aumentare la tassazione sul patrimonio e su alcuni beni, come quelli di lusso, mantenendo criteri di equità nella distribuzione dell'onere fiscale; ridurre drasticamente i costi della politica attraverso l'abolizione delle province, del numero di parlamentari e delle loro retribuzioni complessive; inasprire la lotta all'evasione fiscale e alla corruzione, soprattutto nei rapporti tra politica ed economia.
5. **Intervento specifico nel Mezzogiorno, diretto ad una sostanziale incentivazione all'attività d'impresa;** una maggiore crescita dell'economia italiana passa per una maggiore crescita del Mezzogiorno. Ad un maggior presidio dello stato sul territorio per il rispetto della legalità, anche tramite maggiori risorse, deve corrispondere un sistema incentivante fiscale e contributivo, finalizzato all'avvio e alla crescita dell'attività d'impresa, soprattutto nei settori più promettenti come quelli del turismo, della filiera agroalimentare, delle energie rinnovabili e della logistica.
6. **Interventi infrastrutturali e investimenti nell'istruzione e nell'innovazione;** dalla riforma fiscale e dai tagli alla spesa improduttiva e non essenziale devono venire le risorse per la realizzazione di selezionate infrastrutture sul territorio nazionale, dirette all'incremento della produttività e alla riduzione dei costi di produzione, soprattutto nel Mezzogiorno. Una migliore fruizione della rete internet e l'incentivazione delle *internet company* rappresentano misure utili a tale scopo. Più in generale gli investimenti nell'istruzione e nell'innovazione sono condizioni indispensabili per una crescita strutturale della produttività nel nostro paese.

## **La riduzione del debito pubblico**

L'Italia ha convissuto per decenni con un livello molto elevato del debito pubblico. Tentativi di riduzione da parte dei governi che si sono succeduti fin dall'entrata in area euro sono spesso stati resi vani da una situazione economica stagnante o recessiva o dall'assenza di misure incisive.

A partire dall'estate del 2011, l'elevato debito pubblico dell'Italia ha cominciato ad essere una caratteristica non più accettabile dagli investitori, in un contesto europeo caratterizzato da incertezza politico-economica e da una maggiore avversione al rischio nei mercati finanziari.

La sola esistenza di un debito pubblico in un paese occidentale, per il quale non è possibile il finanziamento autonomo o la monetizzazione (quest'ultima in verità neanche auspicabile per gli effetti inflazionistici), rende l'accesso al mercato una condizione essenziale di finanziamento. Il ruolo delle banche centrali americana o britannica di "prestatore di ultima istanza" al governo del proprio paese, oltre ad avere caratteristiche di temporaneità, non può al momento trovare riscontro nel ruolo della BCE in Europa, sia per motivi statutari che legati alle caratteristiche dell'area euro e dei suoi trattati. Un intervento strutturale e continuativo a favore di un paese da parte della BCE sarebbe in contrasto col Trattato di Lisbona oltre che essere ad oggi politicamente inaccettabile per i paesi virtuosi.

Sono quindi necessarie misure alternative, senza guardare oltre i confini nazionali.

La riduzione del debito pubblico italiano può essere ottenuta tramite le seguenti strade:

1. miglioramento del saldo primario, attraverso l'ulteriore riduzione della spesa pubblica o l'aumento della tassazione;
2. aumento della crescita economica, attraverso misure di sostegno al ciclo;
3. dismissioni del patrimonio pubblico;
4. interventi fiscali temporanei sul patrimonio privato.

La prima delle strade percorribili, quella dell'intervento su spesa o tassazione, sebbene auspicabile per alcune materie come la riduzione del costo della politica, appare sempre più di difficile applicazione in Italia, sia per gli effetti recessivi di ulteriori significative manovre restrittive sui conti pubblici, sia per le difficoltà politiche e sociali che comunque si incontrerebbero in questa fase. Ciononostante, come noto, c'è ampio spazio per aumentare la tassazione attraverso l'incremento della base imponibile grazie ad un'azione più incisiva di lotta all'evasione fiscale o ridurre la spesa attraverso una rigorosa *spending review*.

La seconda delle soluzioni indicate, quella del rilancio della crescita economica, va perseguita nel più breve tempo possibile ma anche assumendo un'adozione tempestiva delle misure più opportune i tempi perché diano dei frutti sarebbero in ogni caso lunghi.

La terza delle strade percorribili, quella della dismissione di parte del patrimonio pubblico, avrebbe il vantaggio di un impatto quasi immediato in termini di riduzione del debito, ma l'incertezza sull'importo ricavabile dalle vendite, soprattutto in fasi di mercato non favorevoli. L'attuale programma di dismissioni (circa 5 mld di euro all'anno) appare in ogni caso insufficiente.

Anche la quarta ipotesi, quella dell'intervento fiscale temporaneo sul patrimonio privato, presenta il vantaggio di un rapido abbassamento del debito, ma la sua accettabilità sociale e politica è senz'altro limitata.

La nostra opinione è che tutte le quattro strade sopra descritte vadano percorse, ma che le ultime due possano avere un impatto maggiormente significativo in tempi relativamente brevi. A ben vedere, le misure contenute nella Legge di Stabilità includono in forma più o meno accentuata le prime tre ipotesi sopra descritte. Della quarta, quella di un'imposta patrimoniale, finora non c'è traccia.

### *L'ipotesi di un'imposta patrimoniale*

Diverse sono state le ipotesi di un'imposta patrimoniale circolate negli ultimi mesi<sup>11</sup>. In questa sede, intendiamo fare alcune riflessioni di carattere generale.

Tra le motivazioni che spingono a ritenere un'imposta patrimoniale denigrabile, c'è l'evidenza che il patrimonio privato è generalmente il frutto di un'accumulazione di risparmio che trae origine da reddito che dovrebbe essere già stato tassato e dunque un'imposta patrimoniale porterebbe di fatto ad una doppia tassazione del reddito. Tuttavia un ulteriore aggiustamento dei conti pubblici attraverso l'inasprimento della pressione fiscale sul nuovo reddito prodotto o il contenimento della spesa pubblica, ad esempio attraverso tagli lineari, sarebbe ben più dannoso per la crescita economica del nostro Paese rispetto alla tassazione del patrimonio. Infatti la relazione tra i consumi privati e il valore del patrimonio personale in Italia è sempre stata fundamentalmente debole<sup>12</sup>.

Dopo decenni di convivenza con un debito pubblico elevato, i mercati non sembrano intenzionati ad attendere una sua riduzione tramite i meccanismi della crescita economica e del saldo primario. L'unica alternativa che l'Italia ha a disposizione è quella di un trasferimento parziale di ricchezza privata al settore statale, accompagnata da meccanismi di detrazione parziale dell'imposta patrimoniale dal reddito dichiarato per poter penalizzare gli evasori fiscali. L'imposta patrimoniale dovrebbe essere accompagnata da un drastico taglio dei costi della politica per aumentarne l'accettabilità sociale di tali misure. La svolta positiva per la crisi del nostro paese potrebbe dunque venire da una terapia *shock*, realizzando una manovra di forte riduzione del debito attraverso la tassazione del patrimonio della fascia più ricca della

---

<sup>11</sup> Si veda ad esempio: "Imposta patrimoniale per chi ha di più" di Pietro Modiano – Corriere della sera dell'8 luglio 2011. All'articolo menzionato si ispira l'ipotesi descritta in questa sede.

<sup>12</sup> Si veda a tal proposito: "Effetti ricchezza sui consumi: il caso italiano"; Temi di discussione n. 510; Banca d'Italia; oppure *Housing and equity wealth of Italian households, Working Paper* della BCE, n. 857; oppure il Bollettino mensile della BCE di gennaio 2009.



popolazione. L'impatto inizialmente negativo sulla crescita economica sarebbe largamente inferiore rispetto a quello dell'ulteriore tassazione del reddito.

Siamo consapevoli della complessità dell'applicazione di un'imposta sul patrimonio, soprattutto con riferimento alle problematiche riguardanti le imprese, la provvista, la distinzione tra ricchezza lorda e al netto dell'indebitamento e la gestione operativa dell'imposizione, in questa sede AIAF intende unicamente evidenziare l'entità del gettito ottenibile e le implicazioni in termini di risorse utilizzabili per la riduzione del debito pubblico e per il rilancio della crescita economica.

L'ipotesi sotto descritta si basa sui dati Banca d'Italia sulla ricchezza delle famiglie<sup>13</sup> e sull'ipotesi *naive* di tassazione del 10% "più ricco" della popolazione<sup>14</sup>, in possesso del 45% della ricchezza. Dalla ricchezza vengono escluse le abitazioni principali. Su questo imponibile corrispondente ad una fascia elevata di ricchezza delle famiglie, si ipotizza un'imposta patrimoniale pari al **5 per mille** ogni anno per **10 anni** o per **20 anni**. Nel primo caso le entrate complessive nei 10 anni ammontano a circa **155 miliardi di euro** (15,5 miliardi di euro all'anno per 10 anni). Nel secondo caso le entrate raddoppiano a **310 miliardi di euro** (15,5 miliardi di euro all'anno per 20 anni). Visto l'arco temporale così lungo, per evitare la fuga di capitali all'estero o in cassette di sicurezza, l'imposizione dovrebbe valere sul patrimonio corrente (5% o 10%) ed essere dilazionata per 10 o 20 anni. L'onere dell'imposta può ovviamente essere modulato su un numero inferiore di anni, ma in questo caso il prelievo annuale sarebbe ben più pesante. Ad esempio uno scenario ipotetico di costo del debito pubblico all'8% e recessione nel 2012 (-1% di crescita del PIL) renderebbe necessaria un'imposta patrimoniale del 3,2% all'anno per due anni su tutta la popolazione e su tutta la ricchezza (ad esclusione di abitazioni principali e titoli di Stato) al fine di consentire la discesa del rapporto debito/PIL al 100%.

L'introduzione di una detraibilità fiscale parziale dell'imposta consentirebbe di penalizzare la fascia dei contribuenti caratterizzati da più elevato patrimonio e redditi modesti, in cui verosimilmente dovrebbe concentrarsi l'evasione fiscale. Più in generale la modulazione della misura della tassazione e degli specifici beni imponibili consente di intervenire per promuovere una maggiore equità fiscale e per ridurre la concentrazione della ricchezza<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Si tratta del Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia; "La ricchezza delle famiglie italiane nel 2009".

<sup>14</sup> Il 10% della popolazione più ricca ha una ricchezza netta superiore a 530 mila euro, ai dati del 2008. Dati Banca d'Italia; Indagine campionaria sui bilanci delle famiglie; febbraio 2010.

<sup>15</sup> In rapporto al reddito disponibile l'Italia ha in media una ricchezza lorda e netta superiore a quella di Stati Uniti, Germania, Francia o Regno Unito. la quota di ricchezza netta mondiale posseduta dalle famiglie italiane sarebbe pari al 5,7 per cento, superiore alla quota italiana del PIL e della popolazione del mondo (rispettivamente pari a circa il 3 e l'1 per cento).

Tali risorse sarebbero sufficienti ad abbattere drasticamente, sebbene con gradualità, il debito pubblico e a finanziare la riduzione della tassazione sui redditi da lavoro e sulle imprese e più in generale per ulteriori interventi a sostegno della crescita economica. Ad esempio due terzi delle risorse potrebbero essere utilizzate per la riduzione del debito e un terzo per le riforme. La flessione prospettica del debito pubblico, fino a tornare al di sotto del 100% del PIL, avrebbe un impatto molto favorevole sui mercati, **abbassando fino a due punti percentuali<sup>16</sup> lo spread rispetto ai titoli di stato tedeschi**. La conseguente riduzione del costo del finanziamento del debito pubblico consentirebbe **risparmi fino a circa 40 miliardi di euro**, a loro volta utilizzabili per il sostegno alla crescita e per la realizzazione delle riforme, o finanche per l'ulteriore riduzione del debito pubblico.

<b>Ricchezza lorda delle famiglie e ipotesi imposta patrimoniale</b>			
<i>dati in migliaia di miliardi</i>			
<b>Totale attività lorde</b>	<b>9,4</b>	<b>Escluse abitazioni principali</b>	<b>Fascia del 10% 45% totale ricchezza</b>
<b>Attività reali</b>	<b>5,9</b>	3,2	1,5
di cui: Abitazioni	4,8		
di cui: Abitazioni principali	2,7		
<b>Attività finanziarie</b>	<b>3,6</b>	3,6	1,6
		<b>Ipotesi 5 per mille per 10 anni</b>	<b>Ipotesi 5 per mille per 20 anni</b>
<b>Entrate totali da imposta patrimoniale (mld euro)</b>	155	310	

*Dati al 2009, fonte: elaborazioni AIAF su dati Banca d'Italia.*

## Conclusione

La crisi del debito sovrano in Italia è al tempo stesso una crisi italiana ed europea. In Italia ci pone di fronte alle fragilità della nostra economia e ci costringe dopo decenni ad affrontare i problemi di una crescita modesta e di un debito pubblico troppo elevato. In Europa ci pone di fronte alla debolezza di un'Unione Valutaria che non può sopravvivere in assenza di una più concreta Unione Fiscale e Politica. Sebbene si tratti di percorsi non brevi e non privi di pericolosi ostacoli, la consapevolezza che gli scenari alternativi sarebbero drammatici per il nostro paese e per il vecchio continente dovrebbe guidarci nel perseguire gli obiettivi con determinazione, coesione e senso di responsabilità.

Milano, 16 novembre 2011

<sup>16</sup> Stima realizzata sulla base dell'elasticità storica e dei confronti con gli altri paesi europei.