

# BILANCIO, MEGLIO NON ASPETTARE LA REAZIONE DEI MERCATI

## Debito e programmi

La sostenibilità del debito italiano richiede che nel prossimo decennio il surplus primario continui ad aumentare, fino a raggiungere un livello di oltre il 3% del Pil

di **Lorenzo Bini Smaghi**

**N**el presentare la NADEF, che rappresenta il quadro per la prossima legge di bilancio, il ministro dell'economia Giorgetti ha detto di essere più preoccupato della reazione dei mercati che delle osservazioni critiche provenienti dai commentatori o dalle istituzioni, italiane o Europee. Ha certamente ragione, almeno in teoria. Sono infatti gli investitori che in ultima istanza danno il voto più importante ai nostri piani di finanza pubblica, visto che determinano il tasso d'interesse - ossia il grado di rischio - sui titoli di stato che sono disposti ad acquistare. Nella pratica, tuttavia, è meglio non aspettare il giudizio dei mercati per impostare le leggi di bilancio. Per una serie di motivi.

Il primo è che i mercati non sempre reagiscono alle informazioni in modo lineare. Hanno spesso bisogno di tempo per elaborare i dati, valutare i comportamenti e definire le loro strategie di investimento. Ciò può generare movimenti repentini ed inaspettati delle quotazioni, che in brevissimo tempo possono creare forte instabilità. In altre parole, le reazioni dei mercati arrivano quando meno ce le si aspetta, talvolta innescate da shock esterni.

Il secondo motivo è che una volta che gli operatori di mercato - dalle agenzie di rating agli analisti e fondi di investimento - si sono fatti una opinione negativa sulla finanza pubblica di un paese è poi molto difficile far cambiare loro opinione e invertire la tendenza. Si rendono a quel punto necessarie manovre in senso opposto, fortemente restrittive, che tendono a produrre effetti recessivi sull'economia. Agire solo in funzione dei mercati spinge la finanza pubblica ad essere pro-ciclica, ossia troppo espansiva quando l'economia è in buona salute e i mercati sono favorevoli, e troppo restrittiva in fase di rallentamento, quando gli investi-

tori si fanno più prudenti.

Il terzo motivo è che una perdita di fiducia dei mercati rende politicamente più difficile qualsiasi manovra correttiva. Si innesca infatti, in questi casi, un incentivo a gridare al complotto organizzato dalla finanza internazionale contro il governo scelto dai cittadini. Tale reazione si verifica in particolare quando le valutazioni sui programmi di finanza pubblica effettuate all'interno del paese, in particolare dalle istituzioni preposte a tale compito, appaiono accondiscendenti e disallineate rispetto alle successive reazioni dei mercati.

Il caso del 2011 è emblematico. Il documento programmatico di finanza pubblica presentato nella primavera dal governo Berlusconi fu valutato in Italia con una certa benevolenza, con al massimo la critica di essere «ambizioso», il che rese poi di difficile comprensione la reazione negativa dei mercati, iniziata con il progressivo aumento dei tassi d'interesse nel giugno 2011, seguita dalla revisione al ribasso delle valutazioni delle agenzie di rating e culminata con l'esplosione dello spread oltre 500 punti base nel corso dell'estate, anche per effetto del contagio derivante dalla ristrutturazione del debito della Grecia.

Pertanto, è meglio non aspettare le reazioni dei mercati finanziari, ma cercare piuttosto di anticiparle e di comprendere da subito le loro preoccupazioni, anche sollecitando critiche costruttive. Capire cosa preoccupa i mercati non è peraltro così difficile, poiché la NADEF, che porta la firma del Presidente del Consiglio e del Ministro dell'Economia, evidenzia in modo assai chiaro le sfide cui deve far fronte la finanza pubblica italiana per i prossimi anni. Che sono soprattutto di natura politica.

La sintesi del problema si trova nel grafico di pagina 95 della NADEF, che mostra l'evoluzione prevista del debito pubblico italiano rispetto al Prodotto lordo nei prossimi dieci anni. Il documento evidenzia chiaramente che, per evita-

re un aumento insostenibile del debito, è necessario che la manovra correttiva contenuta nella legge finanziaria di quest'anno venga seguita da una ulteriore correzione, per circa 1,8 punti di Pil, ossia poco meno di 40 miliardi di euro nel 2025-26. A ciò si devono aggiungere eventuali ulteriori misure correttive, nel caso in cui non si riuscissero a realizzare i 20 miliardi di privatizzazioni previsti.

Il documento mostra anche che la manovra restrittiva non si può fermare nel 2026, altrimenti il debito riprenderebbe nuovamente a salire pericolosamente verso il 150% del Prodotto. La sostenibilità del debito italiano richiede pertanto che nel prossimo decennio il surplus primario continui ad aumentare, anno dopo anno, fino a raggiungere un livello di oltre il 3% del Pil. Per fare un confronto del grado di restrizione fiscale che deve essere messo in atto, il surplus primario più elevato degli ultimi 15 anni è stato registrato nel 2012, per opera del governo Monti, che lo portò dallo 0,9% al 2%. Ciò può dare un parametro di riferimento dell'enorme sforzo che deve essere messo in campo dai prossimi governi, per assicurare che il debito pubblico italiano si allinei su una dinamica sostenibile.

Gli investitori, italiani e internazionali, si chiedono legittimamente se tale sforzo sia realizzabile, soprattutto dal punto di vista politico. Eventuali dubbi sulla volontà e sulla capacità di mettere in atto tali politiche potrebbero innescare reazioni più veloci e dolorose del previsto. Fugare questi dubbi è compito primario della politica.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

