

Sfida ai tedeschi: tre proposte per scongiurare il rischio debito pubblico e andare verso gli Stati Uniti d'Europa

Marcello Minenna* 16/4/2018



Il cancelliere tedesco Angela Merkel e il governatore della Bce Mario Draghi. Foto Sean Gallup/Getty Images

Dopo aver esaminato i problemi e le soluzioni di scarso respiro dei tedeschi (leggi: “La Germania propone una via d’uscita dall’euro. Per proteggere se stessa”¹.) vediamo come venirne fuori e andare verso gli Stati Uniti d’Europa.

La maturità dell’espansione economica negli USA e le policy attuate dall’amministrazione Trump (stimolo fiscale finanziato da deficit e dazi all’importazione) lasciano presagire con buone probabilità una nuova recessione nell’arco dei prossimi 24 mesi. È necessario aprire l’ombrello prima che piova e l’inserimento di una clausola vessatoria di uscita dall’Euro non aumenterà la resilienza dell’Unione monetaria. In un’ottica del tutto pragmatica, sarebbe nell’interesse di tutti i Paesi membri dispiegare per tempo un ombrello protettivo adeguato. In Italia, una nuova classe dirigente (magari dopo questo

¹ <https://it.businessinsider.com/la-germania-propone-una-via-duscita-dalleuro-per-proteggere-se-stessa/>

farraginoso risultato elettorale) dovrà necessariamente puntare verso questi obiettivi con un orizzonte di lungo periodo.

1° livello: congelare il debito pubblico a lunga scadenza in Bce

Una soluzione di breve termine (condivisa con Andrea Boitani) che sia reversibile e dai pochi costi politici potrebbe essere la rimodulazione dell'appendice finale del Quantitative Easing verso l'acquisto di titoli di Stato a lungo e lunghissimo termine (30 anni e oltre). Ove non disponibili sul mercato secondario, i titoli verrebbero opportunamente emessi dalle agenzie/direzioni del debito dei vari Paesi dell'Eurozona; per via della dichiarazione di intenti della BCE i titoli sarebbero ovviamente molto richiesti in sede di asta e collocabili senza difficoltà. Solo questo tweaking del QE – fino alla scadenza prevista del programma – equivarrebbe ad un “freezing” di circa 150-200 miliardi di nuovo debito pubblico nei bilanci delle banche centrali.

In una modalità intermedia, anche il rifinanziamento di parte di titoli in scadenza già nei bilanci delle Banche Centrali dell'Eurosistema potrebbe avvenire con titoli a lunghissimo termine; e così – fino alla scadenza plausibile del programma tra 9-12 mesi – si avrebbero altri 3-400 miliardi di “freezing”.

Se poi si intendesse aggredire il problema alla radice si potrebbe scambiare tramite swap – sempre passando dal mercato – tutti i titoli di Stato già comprati nell'ambito del QE con Govies oltre i 30 anni di scadenza. I mercati finanziari interpreterebbero plausibilmente una simile decisione come una volontà di abbattimento, non contabile ma de facto, del rapporto debito/PIL con le evidenti ricadute positive del caso.

La reversibilità del freezing consentirebbe alla BCE, passata la buriana della prossima recessione, di poter tornare su un percorso di normalizzazione del bilancio laddove necessario.

2° livello: il fondo salva-stati come garante del debito pubblico dell'eurozona

In contemporanea con il freezing di una parte del debito, dovrebbe essere avviata la riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) che veda il Fondo come il garante del debito pubblico dell'Eurozona, come da me proposto a più riprese sul *Financial Times* ed il *Wall Street Journal* (di recente “[Eurozone members must be serious about risk-sharing](https://www.ft.com/content/a6640e34-1243-11e8-a765-993b2440bd73)”² – FT 15 febbraio 2018).

² <https://www.ft.com/content/a6640e34-1243-11e8-a765-993b2440bd73>

Ogni anno infatti il 10%-15% dei titoli emessi dai governi dell'Eurozona giunge a scadenza. Secondo l'impianto della proposta, in sede di rifinanziamento, ogni Stato potrebbe pagare un premio assicurativo (concettualmente assimilabile al prezzo di un credit default swap) al capitale del Fondo Salva-Stati per ricevere in cambio la garanzia del Fondo sul debito di nuova emissione nei termini della responsabilità solidale (joint liability) di tutti i paesi dell'Eurozona sul debito assicurato.

L'importo del premio dipenderebbe dall'eccesso di rischio-sovrano di ciascuno stato rispetto al valore medio dell'area euro. In questo modo, l'ammontare complessivo di rischio del sistema verrebbe gradualmente riallocato tra tutti i paesi membri. L'obbligo di pagamento dei premi assicurativi graverebbe solo sui paesi con un livello di rischio superiore alla media; mentre, quelli meno rischiosi come la Germania, l'Olanda o l'Austria non sarebbero chiamati ad alcun versamento aggiuntivo rispetto a quelli già effettuati al Meccanismo di Stabilità.

L'introduzione di una responsabilità solidale sul debito garantito modificherebbe le aspettative degli investitori portandoli a scommettere sulla progressiva sparizione dello spread attraverso nuovi convergence trades, con conseguente riduzione del prezzo della garanzia richiesto ai paesi rischiosi, anche in un momento di probabile recessione.

3° livello: fondi nazionali per il sostegno agli investimenti nelle infrastrutture

Al paracadute monetario e dell'ESM, infine i governi dovrebbero affiancare un impianto normativo di sostegno agli investimenti, in grado di essere operativo nel momento in cui la recessione aggredirà il PIL e l'occupazione.

Gli strumenti attualmente disponibili sono inadeguati. Alcune indicazioni su come trovare la soluzione vengono dal recente successo dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) in Italia che hanno riconnesso il risparmio all'economia reale e che mostrano, tra l'altro, come il piccolo investitore italiano ha ancora appetito per il rischio in presenza di condizioni ragionevoli di redditività. Non solo. È necessario anche notare il recente record assoluto di liquidità delle famiglie, pari a quasi 1000 miliardi, improduttiva in termini di interessi nei conti correnti nazionali. Il fardello del debito pubblico pesa mediamente su ogni famiglia italiana per quasi 92.000 €; questo peso è il 60% del risparmio che ogni famiglia ha investito in attività finanziarie e il doppio delle disponibilità liquide in termini di depositi. Meno di 3.000 € è poi quanto ogni famiglia versa di tasse allo Stato per pagare gli interessi sulla propria quota

di debito pubblico. Il crollo del nostro Prodotto Interno Lordo degli ultimi 5 anni – e la conseguente impennata del rapporto debito/PIL – d'altronde è attribuibile in gran parte alla riduzione degli investimenti. Un ruolo fondamentale assume l'improvvisa scomparsa della mano pubblica nella realizzazione di infrastrutture.

Da qui l'idea: un fondo d'investimento in infrastrutture in grado di sostenere le economie europee durante la fase recessiva globale, ad esempio in Italia funzionale ad approntare un polo logistico strategico come quello portuale e ferroviario nel Sud del nostro Paese che diverrebbe poi operativo e redditizio nella successiva fase di ripresa economica. In questo fondo ogni famiglia potrebbe investire le proprie disponibilità liquide fino al massimo della propria quota del debito pubblico. Non potrà in altri termini entrare nel fondo disinvestendo altre attività finanziarie come ad esempio i titoli di Stato, così da evitare sgradevoli effetti sullo spread del debito pubblico.

Il rendimento base di questo investimento – dato che ha ripagato la propria quota di debito pubblico – potrebbe essere l'abbuono a vita della propria quota di tasse a supporto del pagamento degli interessi. Un beneficio che potrebbe essere trasmesso poi al coniuge stile pensione di reversibilità se il beneficio atteso in termini di vita residua dovrebbe essere troppo basso per l'investitore più anziano. Inoltre sarebbe previsto un extra-rendimento collegato alla redditività delle infrastrutture. Il fondo in sostanza emetterebbe delle obbligazioni il cui rendimento sarebbe collegato alla capacità di ammodernare e rilanciare il Paese; ovviamente attraverso un'ingegneria finanziaria – opportunamente dosata – lo Stato potrebbe fare anche leva per investire di più creando obbligazioni con profili crescenti di rischiosità, durata e redditività rispetto al capitale investito in grado di attrarre anche investitori di tipo istituzionale specializzati nel settore.

Naturalmente a supporto del piano sarebbe necessaria una profonda revisione normativa del sistema giuridico che regola gli appalti, la costruzione di grandi infrastrutture e il contenzioso, favorendo un "leveling the playing field" a livello europeo, nella prospettiva di velocizzare quanto più possibile gli iter burocratici che attualmente rallentano il processo di investimento in maniera eccessiva. Dall'investimento privato dei PIR, i piani individuali di risparmio, si passerebbe all'investimento pubblico dei Piani Individuali per l'impiego della Liquidità a supporto dell'abbattimento del Debito e del rilancio delle Infrastrutture (PILDI).