

La vera sfida del nuovo governo: portare la Germania al tavolo delle trattative

Marcello Minenna* 31/5/2018

Quanto sta succedendo in Italia rappresenta la pietra nello stagno delle intenzioni tedesche e francesi, lo stimolo alla riflessione per un apparato Europeo che finora si è mostrato pressoché indifferente rispetto alle implicazioni economiche e sociali di una disciplina fiscale troppo rigida.

Il primo esame sarà, come a scuola, a giugno in occasione delle riunioni dell'Eurogruppo e del Consiglio Europeo sulla revisione dell'Unione Monetaria.

Ma purtroppo è difficile concentrarsi su questo, dati gli sviluppi al cardiopalma dello scenario politico italiano; sviluppi che sono fundamentalmente derivati dall'impostazione espansiva del programma di politica economica di Lega e 5 Stelle.

Le preoccupazioni internazionali

Libro dei sogni o meno, gli stakeholders internazionali hanno espresso preoccupazione che sinora neppure il colpo di scena dell'incarico a Cottarelli sembrerebbe riuscito a far rientrare vista l'incertezza sulla data delle prossime elezioni e sul conseguente quadro politico-istituzionale.

In Europa si delinea dunque un nuovo scenario che potrebbe ri-aprire il dibattito su alcune regole dell'Eurozona sinora ritenute granitiche e sulle proposte di riforma della nostra area valutaria elaborate negli ultimi mesi dalla Germania e che ovviamente si riflettono sulle valutazioni dei mercati finanziari.

I mercati fanno infatti la loro parte e devono includere nelle stime anche scenari estremi come l'uscita dell'Italia dall'Eurozona con tutti gli annessi e connessi. Ed ecco che – Quantitative Easing permettendo – il differenziale di rendimento rispetto al Bund è andato oltre il 3% (300 punti base).

A conferma di questa analisi vi sono i due principali indicatori di mercato del rischio di ridenominazione, cioè il rischio che l'Italia torni alla lira e possa beneficiare della decurtazione del debito riveniente dall'indebolimento della nuova valuta nazionale rispetto all'euro-marco: l'ISDA basis e lo spread tra i titoli governati dalla legge domestica e quelli governati dalla legge estera e/o con CAC.

L'ISDA basis è la differenza tra il prezzo del credit-default-swap (CDS) riferito a un emittente sovrano secondo il nuovo standard (ISDA 2014) e il prezzo del medesimo contratto secondo il vecchio standard (ISDA 2003). In condizioni normali questa differenza è modesta, ma quando il rischio di ridenominazione aumenta, l'ISDA basis si impenna perché solo il nuovo standard include la conversione in una nuova valuta tra gli eventi di credito che fanno scattare la copertura del CDS. Nell'ultimo mese, l'ISDA basis dell'Italia è più che quadruplicata passando da 27,5 a 113 punti base.

Anche lo spread tra titoli assoggettati alla legge domestica e quelli soggetti alla legge estera o dotati di CAC (le clausole di azione collettiva introdotte dal gennaio 2013) sta sperimentando una dinamica analoga. Come ho spiegato in un report elaborato con ricercatori di Mediobanca, i titoli di Local Law sono assoggettabili alla Lex Monetae (e, quindi, alla ridenominazione) senza problemi, mentre la Lex Monetae non è applicabile ai titoli di diritto estero e problematica per quelli inclusivi di CAC perché queste clausole limitano la sovranità dello Stato emittente sulla porzione del proprio debito che le incorpora.

Voci dalla Germania

In Germania gli ordo-liberali lavorano a pieno ritmo da tempo sulla revisione dell'Eurozona. All'inizio l'Italia era il invitato di pietra delle loro proposte; ora il velo è levato.



Clemens Fuest – presidente dell’Istituto di ricerca economica IFO, che già a marzo (dopo le elezioni in Italia) aveva sostenuto l’opportunità di una clausola di uscita dall’euro – ha tuonato di nuovo: secondo lui la BCE dovrebbe tagliare il credito alla Banca d’Italia nell’ambito del sistema di pagamento interbancario dell’Europa (Target2), interrompere gli acquisti dei nostri titoli di Stato e smettere di accettarli come collaterale dalle banche. In poche parole: somministrare all’Italia la stessa cura usata con la Grecia.

Altrettanto drastici i 154 economisti tedeschi che pochi giorni fa hanno firmato un manifesto che predica il principio di responsabilità dei singoli governi nazionali. I destinatari ufficiali del manifesto sono il presidente francese e il presidente della Commissione Europea che promuovono seppur moderate forme di “unione di responsabilità” nell’architettura dell’Eurozona. La Germania ha già dato troppo – sostengono i 154 economisti – come dimostrano, a loro avviso, gli oltre 900 miliardi di crediti Target2 della Bundesbank. Il pensiero corre inevitabilmente all’Italia che invece, su Target2, ha un saldo negativo di oltre 440 miliardi di euro.

Siamo sicuri che la turbolenza dei mercati non sia anche da ricondurre a queste rigide posizioni che allontanano sempre più il progetto di un’Eurozona federale?

Le contraddizioni dell’austerità

Eppure qualcosa che non va nell’approccio austerity-based c’è. La recente esperienza della Grecia è emblematica: 3 “salvataggi” in appena 5 anni (dal 2010 al 2015) e ancora il Paese è lungi dal riprendersi. Ma anche senza guardare così lontano, pure da noi lo scenario è tutt’altro che roseo. Negli ultimi anni – come ho illustrato in dettaglio sul Financial Times Alphaville – l’Italia ha vissuto un grosso crollo degli investimenti: tra il 2009 e il 2017 quelli pubblici sono scesi del 35%. E l’ultimo dato ISTAT relativo al mese di aprile, conferma il trend negativo che non fa affatto bene alla crescita. Una crescita che

già comincia a languire: le ultime stime dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio hanno rivisto l'aumento del PIL per il 2018 al ribasso dello 0,1% (dall'1,5% all'1,4%). Né siamo messi meglio sul fronte della disoccupazione: ancora intorno all'11% con picchi di oltre il 30% tra i giovani che superano il 50% in alcune regioni meridionali.

Con questi dati sembra incredibile (ma è vero) che per l'Europa il nostro PIL effettivo sia sostanzialmente allineato con quello potenziale, cioè quello che si avrebbe nell'ipotesi di pieno utilizzo dei fattori produttivi. Per quanto assurda la spiegazione di questo paradosso è che, essendo l'Italia ormai profondamente de-industrializzata per la penuria di investimenti, l'Euro-burocrazia reputa il nostro livello di disoccupazione compatibile con la bassa dotazione infrastrutturale del paese.

Stimolare gli investimenti valorizzando il risparmio nazionale

In questo contesto è comprensibile la volontà di Lega e 5 Stelle di stimolare gli investimenti: una scommessa sul futuro, sulla nostra capacità di tornare a ricoprire un ruolo da protagonisti sul campo da gioco Europeo e mondiale. Ho sempre creduto che, anche nell'ottica di limitare l'affidamento riposto sui finanziamenti pubblici, potrebbe essere utile coinvolgere il settore privato. Gli italiani hanno un'elevata propensione al risparmio che potrebbe essere proficuamente impiegata per ricostruire la dotazione infrastrutturale del paese, eventualmente prevedendo il ricorso ad opportune soluzioni di ingegneria finanziaria. Di recente ho elaborato una proposta che prevede la creazione di un fondo sovrano per gli investimenti che gode di garanzie statali e offre agli investitori retail e istituzionali rischi e rendimenti differenziati sotto forma di sconti fiscali e di extra-rendimenti legati alla performance del progetto finanziato.

Un simile fondo potrebbe operare in sinergia con la Cassa Depositi e Prestiti che anche in ragione del suo ruolo di "Istituto nazionale di promozione" (relativamente al Piano Juncker) potrebbe accentrare l'utilizzo dei fondi strutturali e di investimento europei oggi dispersi nei rivoli della burocrazia regionale e statale.

E poi meritiamo il supporto dei partner Europei: le disposizioni pro-cicliche del Fiscal Compact che impediscono ai governi di finanziare investimenti ad alta

rimuneratività dovrebbero essere riviste in senso anti-ciclico e, al contempo – come ho suggerito in più occasioni – servono misure di sostegno diretto alle economie più fragili da parte delle istituzioni Europee come il Fondo Salva-Stati (ESM).

Queste soluzioni potrebbero agilmente mobilitare più di 100 miliardi di euro e spingere sull'acceleratore del nostro PIL consentendo tra l'altro di mettere sotto controllo l'evoluzione del debito pubblico.

L'enigma del debito pubblico senza sovranità monetaria

Altro tema centrale nell'interazione con l'Europa è l'approccio al debito pubblico. All'apice della crisi abbiamo toccato con mano quanto le fragilità architettoniche dell'Eurozona possano favorire dinamiche divergenti tra i paesi membri: lo spread indicava un diverso costo del denaro per ognuno di essi, un'autentica “valuta-ombra” nell'economia finanziaria. La recrudescenza di questi giorni prova che il problema rimane irrisolto. Sul piano tecnico – come hanno osservato anche autorevoli economisti stranieri tra cui Paul De Grauwe e Peter Bofinger (membro del Consiglio dei consulenti economici del Governo tedesco) – stanti i limiti operativi di una BCE che ha esclusivamente un obiettivo in termini di inflazione, gli Stati dell'Eurozona si indebitano de facto in valuta estera, il che li rende estremamente vulnerabili in caso di difficoltà.

Nell'intento di contribuire al dibattito su questo argomento – finora appannaggio pressoché esclusivo dei tedeschi con l'edulcorata partecipazione della Francia – ho elaborato una proposta per realizzare una graduale mutualizzazione dei rischi-sovrani dei paesi membri (da non confondere con la mutualizzazione dei debiti) attraverso una garanzia sovranazionale del Fondo Salva-Stati. Al fine di evitare le consuete critiche della Germania e dei suoi vicini, gli Stati più indebitati (a partire dall'Italia) dovrebbero pagare all'ESM dei premi periodici pari al prezzo di mercato della garanzia ricevuta.

Grazie alla condivisione dei rischi (risk-sharing) tra i paesi membri, una simile misura ripristinerebbe l'unicità della struttura a termine dei tassi di interesse nell'Eurozona, archiviando definitivamente il dossier spread e permettendo di passare a un debito pubblico federale della nostra area valutaria. Qualcosa di molto diverso dalla proposta ESBies – su cui il 25 maggio scorso è uscita la proposta di regolamento elaborata dalla Commissione Europea – che prevede

una cartolarizzazione parziale dei titoli pubblici degli Stati membri senza alcuna condivisione dei rischi. I titoli di Stato verrebbero dunque impacchettati per emettere nuovi titoli: alcuni sicuri o “safe” come dicono gli autori della proposta, altri molto meno. Ma, come ho spiegato tempo fa sulle pagine del Wall Street Journal, gli ESBies non risolverebbero i problemi; piuttosto finirebbero per aumentare la segmentazione del mercato delle obbligazioni di emittenti pubblici all’interno della nostra area valutaria, per via della ripartizione in almeno due tranches (titoli senior e titoli junior) con profili di rischio-rendimento eterogenei. Non sarebbe altro che la formalizzazione dell’euro a 2 velocità.

Come ha notato Daniel Stelter fondatore del think tank Tedesco Beyond the Obvious sarà difficile ignorare le richieste dell’Italia, terza economia nonché paese fondatore dell’Eurozona. Speriamo che abbia ragione e che avanzando le proposte giuste si superino le rigidità tedesche. Investire su un futuro dell’euro a rischi condivisi è infatti una responsabilità di tutti i partner dell’Eurozona tenuto conto che come diceva Flaiano “il meglio è passato”: il petrolio non è più a 30 dollari al barile e prima o poi il ciclo economico ci volterà le spalle se non ha già cominciato.