

TASSI/2 Il problema dei debiti pubblici eccessivi non si risolve soltanto con l'austerità. Per Savona (Consob) occorre cambiare l'architettura europea uscendo prima di tutto dalla trappola dei rendimenti negativi

L'Ue si può salvare così

di **Guido Salerno Aletta**

ompiti ardui si preannunciano per le rinnovate istituzioni europee: Parlamento, Commissione e Bce.

Con la consueta lucidità, Paolo Savona, presidente della Consob, ha messo a fuoco questi temi nel suo intervento al Meeting di Cl: permane ampio il divario nei livelli debiti pubblici tra i diversi Paesi; gli ampi differenziali nei tassi di interesse pagati sui titoli di Stato, gli spread, rallentano i processi di risanamento finanziario e la crescita economica; i vincoli istituzionali posti alla Bce non solo le inibiscono la possibilità di stroncare tempestivamente la speculazione, intervenendo come prestatore di ultima istanza, ma soprattutto le impediscono di operare in modo asimmetrico, correggendo le distorsioni esistenti. Gli acquisti di titoli di Stato attraverso il Qe ne sono un esempio lampante: avendo utilizzato come criterio di ripartizione le quote di partecipazione al capitale della Bce, si è proceduto massicciamente anche nei confronti dei Bund, che sono per definizione i safe asset dell'Eurozona, con il risultato di far precipitare i tassi a livelli negativi. Un comportamento paradossale, con conseguenze distorsive: mentre gli investitori cercano disperatamente titoli sicuri, i safe asset, la Bce glieli sottraeva. Con una conseguenza ulteriore, ancor peggiore per l'intera economia europea: non essendoci Bund a sufficienza, la liquidità immessa dalla Bce si è riversata sui titoli di Stato americani, altro safe asset, che pagano tassi positivi. Savona ha dunque messo in luce i difetti della costruzione dell'Eurozona, e i vincoli che la Bce e il suo presidente Mario Draghi sono costretti a rispettare. Draghi, in carica dal settembre

2011, ha recuperato immediatamente gli errori della precedente gestione monetaria del francese Jean-Claude Trichet, sia tagliando i tassi che lanciando a cavallo tra la fine dell'anno e l'inizio del 2012 ben due operazioni di Ltro, illimitate nelle quantità di liquidità disponibili e a tasso minimo. Purtroppo, ha sottolineato Savona, già a quel tempo molte imprese italiane avevano subito danni irreparabili. Ora bisogna pensare al futuro.

Punto primo: occorre accelerare la riduzione dei debiti pubblici e abbattere i differenziali dei tassi pagati sugli interessi. È indispensabile intervenire a favore degli Stati che, come l'Italia, non possono operare solo sul versante dell'avanzo primario in condizioni di tassi di interesse assai elevati. Anziché insistere sugli eurobond, che implicano una sorta di solidarietà che non è politicamente accettata dai Paesi con un basso livello di debito, Savona ha proposto sin da giugno scorso di attivare l'Esm (European Stability Mechanism): questa istituzione, emettendo titoli che il mercato considera safe asset, spunterebbe tassi estremamente convenienti. Se così facesse, mentre si offrirebbero al mercato i titoli sicuri di cui è alla ricerca, dall'altra si presterebbe il ricavo agli Stati che, come l'Italia, ne beneficerebbero in termini di tassi di interesse più modesti. Azzerando per un paio d'anni le emissioni nette, e limitandosi dunque al solo rinnovo del debito in scadenza, anche per questa via si ridurrebbe il costo degli interessi, avviando anche lo spread verso lo zero. Un prestito del genere, assistito da

privilegi a favore dell'Esm, consentirebbe anche il finanziamento degli investimenti

pubblici in infrastrutture che aumenterebbero la produttività.

Punto secondo: occorre riportare l'intera struttura dei tassi di interesse europei a un livello fisiologicamente positivo. L'attuale, endemica, situazione di tassi nominali negativi sui bond e sui depositi bancari ha conseguenze pesantemente negative: non solo taglieggia il risparmio, ma penalizza anche il sistema bancario per via della mortificazione del margine di intermediazione. Questa situazione va corretta, innanzitutto riducendo gli acquisti da parte della Bce di safe asset, quali i Bund: una riproposizione del Qe dovrebbe quindi adottare un criterio di ripartizione degli acquisti di titoli pubblici che escluda quelli che hanno già rendimenti pari a zero, o addirittura negativi. D'altra parte, concentrando gli acquisti sui titoli che pagano



Peso: 75%

un tasso più elevato, si accelera anche il riequilibrio dei fattori di costo finanziario tra le diverse economie: non vi è nessuna ragione al mondo, infatti, che giustifichi ancora il maggiore onere per interessi pagato dalle imprese italiane rispetto alle concorrenti, diverso dal loro merito di credito. Occorre rimediare anche a questa distorsione della concorrenza sul mercato.

Punto terzo: una struttura di tassi di interesse estremamente diversa tra Usa ed Eurozona, penalizzante per i capitali impiegati in quest'ultima, comporta un deflusso di valuta che indebolisce l'euro sul dollaro. Questo elemento, a sua volta, determina il prolungarsi di uno squilibrio commerciale che gli Stati Uniti ritengono inaccettabile. Non c'è nessun motivo al mondo, anche in questo caso, che giustifichi un differenziale di interessi così elevato tra Bund e Treasury bond, neppure il tasso di inflazione.

Punto quarto: dopo anni trascorsi a discutere degli zero-virgola, di deficit lillipuziani che violavano le regole del Fiscal compact e non delle ragioni di fondo che perpetuano in Italia un debito pubblico elevatissimo, ora è la Germania che si trova a fronteggiare una situazione economica e finanziaria pesante. Sarebbe curioso consentirle un ampio deficit per finanziare investimenti pubblici e sgravi fiscali dell'ordine di una cinquantina di miliardi di euro solo perché ha un basso livello di debito pubblico. Dopo aver imposto l'austerità fiscale e i fallimenti bancari ai suoi concorrenti, ora si tirerebbe fuori dalle secche lasciando tutti gli altri ancora una volta al palo. Con investimenti in nuove tecnologie, in campo informatico e ambientale, ricostruirebbe le basi per una nuova dominanza. In Germania, la forte riduzione nel rapporto debito/pil è stata determinata dall'abbassamen-

to dei tassi di interesse, ormai negativi su tutte le scadenze di emissione. Ma questi ultimi penalizzano fortemente le banche e i risparmiatori tedeschi: la recentissima scarsa affluenza all'asta dei Bund a scadenza trentennale, al cui esito è stata piazzato un importo inferiore alla metà del preventivato, dimostra la ritrosia degli investitori ad accettare ancora una penalizzazione anziché un premio per l'impiego dei capitali. La Germania avrebbe dunque tutto da guadagnare da un ripensamento da parte della Bce del criterio di acquisto dei titoli in un nuovo Qe, che riporti i tassi a valori fisiologicamente positivi. Del pari, avrebbe interesse a una profonda revisione dello Statuto del Mes che gli consenta sia di emettere safe asset per prestarne il provento agli Stati, come auspicato da Savona per l'Italia, sia per fronteggiare situazioni di crisi di banche sistemiche come potrebbe accadere a qualche istituto tedesco già in difficoltà. Si aggraverebbe, così

facendo, la Bce e la politica monetaria da compiti impropri.

In Italia, elezioni o no, occorre affrontare tutti questi temi. Sono questioni, apparentemente solo tecniche, che hanno risvolti economici e sociali enormi: sono le regole a cui si conformerà il futuro dell'intera Ue, non solo dell'Italia. La questione dei debiti pubblici eccessivi, rimasta irrisolta ai tempi del Trattato di Maastricht, si è riproposta con la recente, pesantissima crisi. Non si risolve solo con l'austerità e con i sacrifici, se non si cambiano alcuni aspetti dell'architettura europea. Non è un problema solo dell'Italia, ma un pericolo per la tenuta della moneta unica e della stessa Unione: una nuova crisi sarebbe fatale. (riproduzione riservata)



Mario Draghi



Christine Lagarde



Paolo Savona



Peso:75%