

Q Exit

Il debito pubblico italiano torna a essere l'incubo d'Europa. Perché si avvicina la fine del "quantitative easing". Ecco il piano per uscirne

di Luca Piana

A volte le idee di successo nascono in luoghi inaspettati. Per rintracciare le origini di uno dei pochi progetti che, in questo momento, le autorità europee stanno esplorando per affrontare le insidie che minacciano la sopravvivenza dell'euro, non bisogna recarsi a Bruxelles o a Francoforte, bensì dall'altra parte dell'Atlantico, a New York. Cinque anni e mezzo fa, la mattina del 2 settembre 2011, un gruppetto di economisti si è ritrovato ai tavoli del Community Food & Juice, un caffè che serve piatti preparati come è d'obbligo nelle metropoli, con prodotti "organic" e "sustainable". A due isolati di distanza, sempre su Broadway, c'è la Columbia University, così il Community

funziona da ritrovo per docenti e studenti che frequentano i corsi. Quel giorno c'erano Markus Brunnermeier, tedesco, Marco Pagano, italiano, Ricardo Reis, portoghese, Tano Santos, spagnolo.

Al tavolo del caffè, la discussione fra i quattro ricercatori si era sviluppata a partire da una considerazione quasi ovvia. Perché una banca americana con sede nella Grande Mela non fallisce se a fallire è lo Stato di New York? È perché, invece, una banca con sede a Roma o Milano andrebbe quasi sicuramente a gambe all'aria, se lo Stato italiano fallisse? La risposta è banale: perché gran parte del debito pubblico americano è federale. In Europa, al contrario, il debito è quasi interamente nazionale, non comunitario: basta che uno dei Paesi vada nei guai per creare problemi seri alle banche locali. Gli istituti italiani sono pieni zeppi di titoli emessi dal Tesoro, così ➤

Dalla crisi dello spread a oggi

Confronto fra alcuni dati economici dell'Italia nel 2012 e nel 2016, anno culminante della crisi del debito pubblico in Europa. Prima con il default

della Grecia, poi con la tempesta finanziaria che portò alle dimissioni di Silvio Berlusconi e alla nomina a premier di Mario Monti

2012		2016
-2,4%	Andamento del Pil variazione % rispetto all'anno precedente	+0,9%
525 punti	Spread massimo * *	187 punti
1.989	Debito pubblico in miliardi di euro	2.217
36	Saldo primario del bilancio pubblico in miliardi di euro	25
83	Interessi sul debito in miliardi di euro	66
-47	Deficit complessivo del bilancio pubblico in miliardi di euro	-40
11,4%	Tasso di disoccupazione *	11,9%
38,2%	Tasso di disoccupazione tra i 15 e i 24 anni	38,6%
22,3	Numero degli occupati in milioni*	22,8
14,6	Lavoratori dipendenti a tempo indeterminato in milioni*	14,9

Fonte: Banca d'Italia, Istat

* Dati relativi al mese di dicembre dell'anno in questione

2012 il valore massimo fu toccato il primo gennaio, mentre nel 2016 è stato toccato il 28 novembre. I livelli del 2016 quest'anno sono stati superati e nelle ultime settimane lo spread si è attestato stabilmente sopra i 200 punti.

** Lo spread è il differenziale di rendimento fra il Btp a 10 anni e il corrispondente titolo di Stato tedesco, il Bund. Nel

Uno dei numeri cruciali per capire l'effetto della manovra avviata dalla Bce nel marzo 2015 si trova nella riga "interessi sul debito". L'impennata dello spread fra i titoli di Stato italiani e tedeschi, arrivata nel corso del 2011 e proseguita per buona parte del 2012, aveva causato una forte crescita del costo di finanziamento del debito

sopportato dal Tesoro. I 68 miliardi del 2010 erano saliti nel 2012 a 83. Le iniziative europee contro la crisi e il risanamento dei conti pubblici avviato da Mario Monti, al governo dalla fine del 2011, hanno dato qualche effetto ma la vera diminuzione di questa voce della spesa pubblica (nel 2016 scesa a 66 miliardi) è arrivata solo dal 2015, con

l'avvio del "quantitative easing" voluto dalla Bce di Mario Draghi. E con il conseguente abbassamento prolungato dei tassi d'interesse. Ma il bilancio pubblico presenta ancora fattori preoccupanti, che limitano le possibilità del governo d'intervenire a sostegno della ripresa, a cominciare dalla crescita del debito. Che non si è mai fermata.



Mario Draghi

➤ come quelli dei Paesi più fragili dell'Eurozona; se prendesse piede l'idea che il governo è incapace di rimborsarli, il loro patrimonio perderebbe valore e il contagio rischierebbe di tramortire l'intero sistema creditizio.

Diabolic Loop

Gli economisti lo chiamano "diabolic loop", un circolo vizioso che si è scatenato dal 2010, quando il crac della Grecia ha scosso la fiducia nella solvibilità di altri Stati dell'Eurozona e costretto alcuni di essi a salvare con denaro pubblico le proprie banche, indebolite dalle perdite subite a causa della crisi. Rispetto ad allora molto è cambiato, la Banca centrale europea (Bce) di Mario Draghi ha lanciato una massiccia manovra di sostegno all'economia (il "quantitative easing") e accentrato la sorveglianza sul sistema bancario. Ma il "diabolic loop" è ancora lì, intatto e forse più pericoloso che mai, senza che l'Europa abbia fatto passi decisivi per risolvere la situazione. Anzi: negli Stati più vulnerabili dal punto di vista fiscale, come l'Italia, la Spagna, il Portogallo, l'Irlanda o Cipro, le banche sono mediamente molto più esposte al "rischio sovrano", come viene chiamato quello relativo ai titoli di debito pubblico, di quanto non lo fossero prima del 2010.

Il settembre scorso, però, un organismo chiamato European Systemic Risk Board (EsrB), che si occupa di prevenire i rischi

nel sistema finanziario dell'Unione europea ed è presieduto dallo stesso Draghi, ha formalmente incaricato un gruppo di lavoro di studiare la realizzabilità della proposta nata da quella chiacchierata del 2011 ai tavoli del Community. Lo studio di fattibilità ha potuto basarsi su varie analisi che si sono accumulate nel tempo. Fin da subito, infatti, i quattro economisti avevano coinvolto accademici di vari Paesi europei per elaborare un progetto che ripartisse i rischi dei titoli di Stato in modo più sicuro, mettendo al riparo le banche dall'eventuale fallimento di uno Stato membro. Senza richiedere, però, un'unione fiscale dei Paesi dell'Eurozona, che allo stato attuale appare politicamente impossibile.

Per anni le autorità europee hanno lasciato il progetto in un angolo, occupandosi di altre emergenze; poi, lo scorso autunno, hanno deciso di verificare in modo ufficiale a che condizioni e con che conseguenze potrebbe essere adottato. Il rapporto finale del gruppo di lavoro incaricato da Draghi, guidato dal governatore della Banca d'Irlanda, Philip Lane, è quasi pronto ma verrà presentato ufficialmente solo più avanti, per approfondire alcuni problemi tecnici, convincere gli scettici e infine - è lecito immaginare - superare lo scoglio politico delle elezioni tedesche d'autunno.

I motivi per cui sono passati più di cinque anni dall'idea originale al tentativo d'implementazione sono interessanti, e li vedremo più avanti. Può essere utile, però, notare fin da

Foto: S. Dawson - Bloomberg / Gettyimages

I più lenti d'Europa

Crescita del Pil in alcuni Paesi dell'Eurozona. Previsioni della Commissione europea per il 2017

Paesi	Percentuale di crescita
Spagna	+2,3
Germania	+1,6
Portogallo	+1,6
Francia	+1,4
Italia	+0,9
Media Eurozona	+1,6

Al vertice dei debiti

Rapporto fra debito pubblico e Pil in alcuni Paesi dell'Eurozona. Previsioni della Commissione europea per il 2017

Paesi	Percentuale di crescita
Italia	133
Portogallo	128
Spagna	100
Francia	96
Germania	65
Media Eurozona	90

La Germania è lontanissima

Tasso di disoccupazione in alcuni Paesi dell'Eurozona. Previsioni della Commissione europea per il 2017

Paesi	Tasso di disoccupazione in %
Spagna	17,7
Italia	11,6
Portogallo	10,1
Francia	9,9
Germania	4,1
Media Eurozona	9,6

Fonte: Commissione europea, European economic forecast, febbraio 2017

subito una coincidenza: l'approfondimento da parte del Systemic Risk Board è iniziato quando il "quantitative easing" della Bce era ormai in vigore da un pezzo, e gli spread - soprattutto quello fra i Btp italiani e i Bund tedeschi - cominciavano a far presagire che, alla fine della manovra voluta da Draghi, sui titoli del debito pubblico possa scoppiare una nuova tempesta. Un bel problema, visto che il presidente della Bce ha dovuto finora opporre una strenua resistenza di fronte alle pressioni della Germania per premere il tasto "exit" e uscire dal QE, l'abbreviazione che molti usano per "quantitative easing".

Questione di tranches

Prima di tutto, il progetto. Marco Pagano, l'italiano del quartetto del 2011, insegna Economia finanziaria all'Università Federico II di Napoli, a quei tempi era alla Columbia come "visiting professor" e oggi è vice-presidente del Comitato scientifico del Systemic Risk Board. Racconta: «Il nostro obiettivo era creare dei titoli di debito che non fossero esposti al rischio di un singolo Paese dell'Eurozona, senza però che i vari governi dovessero condividere le responsabilità di rimborsarli, se uno dei vari Stati dovesse fallire. Per ottenere questo risultato, abbiamo pensato a uno strumento che, in anni di forti critiche nei confronti della finanza creativa, non

andava molto di moda: le cartolarizzazioni».

Qui bisogna avere un attimo di pazienza, entrando in alcuni dettagli tecnici. L'idea è quella di creare un'istituzione ad hoc, un veicolo finanziario, che si frapponga tra gli Stati dell'Eurozona da una parte e gli investitori (banche comprese) dall'altra. Dai primi, il veicolo acquisterebbe i titoli di Stato in proporzioni predefinite, in modo da non creare favoritismi tra un Paese e l'altro. Agli investitori, invece, il veicolo venderebbe dei titoli di sua emissione, con un diverso grado di protezione in caso di insolvenza da parte di uno o più Stati dell'Eurozona.

Per semplicità immaginiamo che ne emetta due: titoli "senior" e titoli "junior". Il rischio di un mancato pagamento o di una ristrutturazione da parte di un Paese dell'Eurozona si scaricherebbe sui titoli "junior", risparmiando i "senior". Gli investitori che hanno acquistato i titoli "senior" prodotti dalla cartolarizzazione godrebbero così di un duplice livello di protezione: quella derivante dalla diversificazione del portafoglio dei titoli posseduti dal veicolo, e quella che proviene dalla prelazione rispetto ai titoli "junior", i primi a essere sacrificati. Grazie a questa doppia protezione, possono avere lo stesso grado di sicurezza dei titoli di Stato tedeschi, i mitici Bund, e per questa ragione i loro proponenti li hanno battezzati European Safe Bonds (o ESBies).

Gli acquirenti dei titoli "junior", invece, sarebbero protetti solo dalla diversificazione fra i titoli di Stato, poiché il ➤

C'è un progetto per evitare che la crisi di uno Stato contagi anche le banche

Bond, Cac e default

Le parole chiave per capire la crisi finanziaria

QUANTITATIVE EASING

Nel marzo 2015 la Banca centrale europea ha iniziato una vasta manovra tesa a dare liquidità al sistema finanziario, al fine di stimolare la domanda sul mercato interno e scongiurare i rischi recessivi di una prolungata discesa dei prezzi (chiamata deflazione). L'operazione si è concretizzata in massicci acquisti di titoli di Stato e altri strumenti finanziari, operati in parte dalla Bce stessa ma in più larga misura dalle banche centrali di ogni singolo Paese dell'eurozona. Da principio gli acquisti erano pari a 60 miliardi di euro al mese, aumentati a 80 miliardi nel marzo 2016 e poi riportati al volume originario.

SPREAD

Viene chiamato così il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato di due diversi Paesi; in generale, nell'area

dell'euro, si guarda lo spread fra i propri titoli e quelli tedeschi, i più liquidi e meno rischiosi. Nei primi dieci anni di vita dell'euro, lo spread fra il Btp italiano e il corrispondente Bund tedesco era risibile, come dovrebbe essere in un'unica area valutaria. Con la crisi del debito pubblico scoppiata nel 2010, soprattutto quando Germania e Francia hanno chiarito di non essere disponibili a condividere i rischi dei fallimenti di altri Paesi dell'eurozona, lo spread è diventato un'emergenza: avere tassi d'interesse più alti danneggia non solo le imprese ma anche gli Stati, che vedono aumentare il costo del debito pubblico. In Italia ha superato i 500 punti base tra la fine del governo Berlusconi e i primi mesi di quello Monti, poi è diminuito. A farlo scendere in maniera più

decisa è stato il QE (in prossimità dell'avvio era a 90 punti base) ma poi, con il passare del tempo e con i ripetuti segnali dell'instabilità politica italiana, è tornato stabilmente sopra quota 200.

EUROBOND

Sono il sogno dei Paesi più fragili dell'Eurozona, l'incubo degli altri. Dovrebbero essere dei titoli di debito emessi da istituzioni comunitarie, con i vari Paesi congiuntamente responsabili del loro rimborso. Sono stati evocati a più riprese per finanziare dei progetti di rilevanza europea, che possano impegnare l'Unione nel suo insieme in investimenti che interessano tutti e che possano aumentare la competitività dell'intera area. Com'è comprensibile, i Paesi più "virtuosi" nei conti pubblici non vogliono però sentirne parlare, per non

ritrovarsi costretti a finanziare le spese degli altri.

EUROPEAN SAFE BONDS

Sono gli strumenti descritti nell'articolo principale, che le istituzioni europee stanno studiando per affrontare il circolo vizioso tra debito pubblico e banche. Il problema è questo: dopo il 2010 il debito pubblico dei Paesi più fragili dell'Eurozona è andato via via nazionalizzandosi. Le banche italiane (e anche la Banca d'Italia), ad esempio, sono zeppe di Btp emessi dal Tesoro. Se lo Stato non riuscisse più a rimborsarli, dichiarando default, le banche rischierebbero a loro volta di fallire, con conseguenze disastrose. Il regolamento allo studio prevede due interventi: la creazione di apposite società veicolo (Spv) che acquisterebbero i titoli

di Stato dei vari Paesi e si finanzierebbero vendendo dei nuovi titoli alle banche, garantiti da panieri composti dai titoli di Stato acquistati. I nuovi titoli (definiti in gergo tecnico "cartolarizzati") rappresenterebbero l'intero paniere dei Paesi europei e sarebbero ripartiti per priorità di rimborso, senza un nesso fra la probabilità che quest'ultimo venga effettuato e il singolo Paese che dovesse fallire. Le banche sarebbero tenute a comprare solo i titoli cartolarizzati più sicuri, detti senior, risultando così immunizzate dai rischi di fallimento del loro Paese d'origine.

INFLAZIONE

È uno dei fattori chiave dell'architettura dell'euro. La Bce, infatti, per decidere le proprie misure di politica monetaria deve guardare un solo fattore: l'andamento dei prezzi al consumo, che deve cercare di mantenere a un livello di crescita vicino al 2 per cento annuo. Di più, vorrebbe dire che c'è il rischio di un

surriscaldamento dell'inflazione, che può avere gravi conseguenze; di meno, che l'economia non è sufficientemente pimpante e che, di conseguenza, i prezzi languono. I tedeschi insistono sul fatto che la Bce deve limitarsi al suo compito statutario, mentre deve toccare ai singoli Stati trovare i giusti stimoli per favorire la crescita. All'interno dell'Unione europea, però, le condizioni economiche sono molto diverse da Paese a Paese. E la fuga di capitali che dopo il 2010 si è verificata verso la Germania ha avuto conseguenze rilevanti: i tassi d'interesse sono crollati, permettendo allo Stato e alle imprese di finanziarsi a costi bassissimi. Di più: se i tedeschi avessero avuto ancora il marco, questo si sarebbe rivalutato, facendo perdere competitività alle loro imprese e aumentando quella dei vicini. Con una politica monetaria accomodante come quella della Bce e i tassi d'interesse molto più vantaggiosi rispetto a quello dei Paesi vicini, il

made in Germany ci ha invece guadagnato moltissimo, come mostra il surplus record della bilancia fra importazioni e esportazioni.

DEFAULT

Un governo dichiara fallimento quando non riesce più a sostenere le scadenze degli interessi e dei rimborsi dei titoli del debito pubblico. Può essere "soft" o "hard". Nel primo caso, lo Stato avvia una negoziazione con i grandi creditori, sull'entità del mancato rimborso e sulle condizioni a cui restituire i debiti che rimarrebbero in vita. È la modalità seguita di recente dalla Grecia e dall'Italia in passato, nel 1906, nel 1926 e nel 1934, come ricordano Michele Fratianni, Antonio Rinaldi e Paolo Savona in "Le leve per avviare la ripresa" (il Mulino, 2013). Nelle situazioni più critiche, lo Stato dichiara fallimento unilateralmente, una situazione detta "hard default" vissuta dall'Argentina all'inizio degli anni Duemila.

CAC

Quando con la crisi del debito pubblico del 2010 è nato il Fondo Salvastati, poi diventato "Eurozone Stability Mechanism", i Paesi europei si sono impegnati a applicare sui nuovi titoli di Stato con scadenza superiore a 12 mesi le cosiddette Clausole di azione collettiva (Cac). Prevedono che i termini e le condizioni dei titoli di Stato siano modificabili se lo Stato e una certa percentuale dei detentori trovano un accordo. Le percentuali a seconda dei casi variano dal 50 al 75 per cento. In teoria, dunque, una rinegoziazione "soft" del debito è possibile trovando un largo consenso fra i creditori: ovviamente, il consenso si può tentare solo in presenza di politiche molto chiare di rilancio dei meccanismi di crescita e di contenimento della spesa pubblica, altrimenti c'è il rischio che il debito torni rapidamente ai livelli pre-ristrutturazione. Secondo alcune stime, circa la metà dell'attuale debito pubblico sarebbe sottoposto a Clausole di azione collettiva. ■

➤ portafoglio del veicolo non comprende solo titoli italiani o spagnoli, ma anche tedeschi, francesi e così via. Sarebbero comunque in prima linea in caso di insolvenza, e quindi più rischiosi. Dettaglio fondamentale: «Le banche dovrebbero essere indotte a non acquistare titoli della tranche "junior", ma solo "senior", in modo da isolarle il più possibile da una eventuale crisi, interrompendo il meccanismo di propagazione», spiega Pagano. Ecco, dunque, come l'intera operazione provvederebbe a spezzare il "diabolic loop" tra Stati e banche, o almeno a ridurre fortemente l'intensità. E ci sarebbe un ulteriore effetto collaterale: le banche tedesche, ad esempio, anche se con l'interposizione della cartolarizzazione, tornerebbero a investire nei Btp italiani e nei titoli degli altri Paesi più in difficoltà.

Da Monti a Gentiloni

Spread, rischio fallimento, banche in bilico. Considerato che dal primo salvataggio della Grecia, nel maggio 2010, sono

passati sette anni, fa una certa impressione essere ancora qui. In Italia sono transitati quattro governi, Silvio Berlusconi, Mario Monti, Enrico Letta, Matteo Renzi; ora c'è Paolo Gentiloni. La Bce ha effettuato la più estensiva manovra di sostegno all'economia della sua storia, azzerando i tassi d'interesse e comprando ogni mese decine di miliardi di euro di titoli di Stato e obbligazioni private per più di due anni, al fine di dare liquidità alle banche e al sistema produttivo, ridurre il costo del debito pubblico nei vari Paesi e aiutare i governi di quelli più fragili a liberare risorse da investire a favore della ripresa. Mario Draghi può dire che dall'inizio del "quantitative easing", nel marzo 2015, e la fine del 2016, nell'area dell'euro sono stati creati oltre tre milioni di posti di lavoro, e che dunque lo sforzo non è stato inutile. Ma nell'Eurozona ci sono Paesi dalle condizioni diversissime fra loro. Un dato recente, relativo alla bilancia commerciale, il saldo fra esportazioni e importazioni di merci. Nei primi due mesi del 2017 la Germania ha registrato un saldo positivo pari a 35,4 miliardi, migliorando i dati di

un 2016 già da record. Tanti Paesi esportano invece molto meno di quanto importino: la Francia è in negativo per 18,4 miliardi, la Spagna per 5,5, il Portogallo per 1,7. Regge l'Italia, con un saldo che resta positivo (1,3 miliardi) ma diminuisce rispetto ai primi due mesi del 2016. Insomma: grazie all'euro, almeno negli ultimi anni, la Germania ha migliorato in misura significativa i suoi vantaggi competitivi, rendendo più difficile la vita ai vicini. Se ci fosse stato il marco, infatti, la forza dell'economia tedesca ne avrebbe determinato una rivalutazione, danneggiando il made in Germany e riequilibrando un po' la partita all'interno dell'Ue. Invece il sistema tedesco ha potuto sommare questi benefici a quelli determinati dai tassi d'interesse: il governo di Berlino e le imprese possono finanziarsi con costi molto bassi, perché gli investitori considerano la Germania un porto sicuro dove mettere i loro quattrini e sono disponibili a comprare i titoli di Stato, i Bund, anche a tassi negativi.

E così, a dispetto della lunghezza della crisi, basta dare un occhio alla figura di pagina 57 per rendersi conto di un fatto:

nonostante anni di contenimento di diverse voci della spesa statale, di riduzione radicale degli investimenti pubblici, di incentivi miliardari alla creazione di posti di lavoro, nonostante i benefici del "quantitative easing", da Monti a Gentiloni gli interrogativi sulla tenuta dei conti dell'Italia restano fortissimi, mentre la ripresa continua a stentare. È vero che, quando il professore della Bocconi rilevò il testimone da Berlusconi, l'Italia era sull'orlo del crac: nel 2012 il Pil s'ina-bissò del 2,4 per cento, lo spread raggiunse i 525 punti base, gli interessi pagati dal Tesoro sul debito pubblico arrivarono a 83 miliardi l'anno. Il beneficio più visibile del "quantitative easing" si può verificare proprio in questa voce. Rispetto al 2012, nel 2016 il costo degli interessi sul debito pubblico è calato di 17 miliardi. Un tesoretto che, tuttavia, non è bastato ai governi per intaccare in maniera significativa il deficit della spesa corrente. Di conseguenza, negli ultimi quattro anni, il debito pubblico non ha mai smesso di crescere, superando i 2.200 miliardi di euro. Che cosa accadrà ➤

Prima o poi la politica di Draghi finirà. Con effetti pesanti sui conti

► quando finirà la manovra espansiva della Bce e il Tesoro dovrà pagare di più? E soprattutto, quanto spaventa la risalita dello spread, che nelle ultime settimane è tornato stabilmente al di sopra dei 200 punti base?

Tagliare il debito?

Pietro Alessandrini, professore emerito di Politica economica all'Università Politecnica delle Marche, dice che l'esperienza lascia pochi dubbi: «Appena viene annunciato che una banca centrale intende abbandonare le operazioni di "quantitative easing", ancora prima che inizi davvero a farlo i tassi di mercato risalgono. Questo si somma a una perdita in conto capitale della ricchezza degli investitori che detengono titoli di Stato: nel momento in cui vengono collocati nuovi Btp che, poniamo, offrono un rendimento del 3,5 per cento annuo, quelli acquistati negli anni precedenti con tassi più bassi perdono immediatamente valore», spiega. Ecco perché, dice Alessandrini, Draghi e la Bce devono fare il possibile per garantire un'uscita graduale dalle misure di espansione monetaria, cercando di contenerne le ripercussioni. Come ha fatto, ad esempio, la Fed americana. E lo spread, aumenterà necessariamente? «Difficile prevederlo, anche se l'instabilità politica pesa in modo determinante: dall'inizio della crisi abbiamo avuto cinque governi, mentre la Germania di Angela Merkel ha potuto portare avanti con continuità le proprie strategie», sostiene l'economista. Che si dice, però, molto freddo rispetto alle voglie di Italexit che agitano i partiti, dal "fuori dall'euro" della Lega di Matteo Salvini al "fuori da questo euro" del Movimento 5 Stelle: «Sarebbe una fuga all'indietro che vanifica gli sforzi fatti negli ultimi quarant'anni. E vorrei ricordare che un tempo, quando c'era la lira, lo spread era stabilmente di 800-900 punti base rispetto al Bund tedesco. Credo che una soluzione si possa trovare soltanto andando avanti, non tornando indietro. E che le strade siano due: spingere Bruxelles a lanciare dei veri e propri Eurobond, dei prestiti europei che finanzino una sorta di Piano Marshall per il rilancio; oppure una ristrutturazione soft del nostro debito».

L'ipotesi di andare dai creditori e dire che il debito italiano non è più sostenibile, e che lo Stato non lo ripagherà nei tempi e alle condizioni promesse, può sembrare urticante. Eppure, da più parti si ragiona ormai apertamente della necessità di una mossa straordinaria, anche se non necessariamente sul debito. L'Università Luiss ha pubblicato un documento, firmato da Carlo Bastasin e Marcello Messori e basato sui contributi arrivati da diversi economisti, nel quale propone di redigere con le istituzioni europee un vero e proprio contratto. L'Italia si dovrebbe sottoporre a «un rigoroso monitoraggio» dell'attuazione di «un processo di riforma economica e amministrativa», ottenendo in cambio «un piano di rilancio degli investimenti privati e pubblici attraverso la mobilitazione di risorse europee». Una sorta di libertà vigilata, dunque, in cambio di investimenti, perché c'è la convinzione che sia l'Italia il problema d'Europa. Scorrendo i dati italiani da quelli dell'Eurozona, Bastasin e Messori hanno infatti dimostrato che negli ultimi vent'anni il resto della nostra area valutaria ha avuto una crescita del Pil vicina a quella degli Stati

Uniti, mentre noi siamo fermi al palo. E l'enorme debito pubblico ha rappresentato una zavorra di cui adesso rischia di essere impossibile liberarsi, perché l'austerità soffoca la ripresa, ma senza ripresa non si limiterà il debito pubblico.

Ecco perché altri studiosi discutono invece di una rinegoziazione del debito. Ne aveva parlato già nel 2013 Michele Fratianni, professore emerito della Kelley School of Business, Indiana University, secondo il quale la sua proposta tornerà d'attualità alla fine del "quantitative easing": «La manovra della Bce», spiega Fratianni a L'Espresso in una conversazione che sarà pubblicata integralmente sul nostro sito web, «è stata come una ciambella di salvataggio, che avrebbe dovuto dare il tempo di lanciare una politica incisiva per la riduzione del rapporto fra debito pubblico e Pil. Così non è stato. Di conseguenza, quando la ciambella verrà sottratta, è altamente probabile che si riproporranno le condizioni per un'altra crisi del debito pubblico italiano». Fratianni premette che «non esistono cure indolori per una riduzione sostanziosa» del debito. Guardando la storia d'Italia, le strade sarebbero tre, spiega l'economista. Alimentare un'inflazione «brutale», cosa resa impossibile dall'appartenenza all'euro. Dichiarare bancarotta e smettere unilateralmente di ripagare il debito, ma anche in questo caso stare nella moneta unica riduce fortemente i margini di manovra. Oppure tentare una rinegoziazione, posticipando la scadenza del debito, abbassando i tassi d'interesse e attuando una massiccia vendita del patrimonio pubblico. «È una scelta che implica dei costi, che vanno però misurati con quelli del non fare niente e illudersi che il continuare sulla strada percorsa da diversi anni dissolva il macigno del debito pubblico», dice Fratianni.

Tornando a New York

Se questi sono gli spettri che agitano i sonni dei banchieri centrali, si capisce forse perché l'idea concepita nel 2011 al tavolo di un caffè di New York sia stata presa in mano dalle istituzioni, ora che per la fine del "quantitative easing" è ormai questione di tempo. Le difficoltà e le divergenze da superare sono varie. I tedeschi insistono sul fatto che le banche debbano dotarsi di un "cuscinetto di patrimonio" che le aiuti a assorbire eventuali shock sui titoli di Stato, un'ipotesi che fa rabbrivire i banchieri, già alle prese con infiniti problemi. In Italia, poi, ci sono altre paure: non tutti i titoli di Stato verrebbero cartolarizzati e c'è il timore, in particolare da parte della Banca d'Italia, che quelli che resterebbero fuori diventerebbero ben poco appetibili per gli investitori, costringendo il Tesoro a pagare tassi d'interesse elevati per riuscire a piazzarli. Lo stesso Draghi, infine, ha chiesto di approfondire il rischio che, una volta impacchettati grandi quantitativi di titoli nei veicoli finanziari creati ad hoc per le cartolarizzazioni, sul mercato ne resterebbero troppo pochi, al punto di diventare troppo poco liquidi, con gravi conseguenze nel meccanismo di formazione dei prezzi. Eppure, a dispetto di queste difficoltà che il lavoro attuato dal team dell'irlandese Philip Lane sta cercando di risolvere, altri progetti concreti per affrontare il dopo QE non ne sono stati messi in campo. Un segnale non bellissimo, con le nubi che si profilano all'orizzonte. ■

Lasciare Londra, salvare Roma

L'addio inglese ci dà modo di ricostruire la Ue. E l'Italia ci sarà. Parla il negoziatore di Brexit

colloquio con **Guy Verhofstadt** di **Federica Bianchi**

Guy Verhofstadt, ex primo ministro belga, oggi parlamentare europeo, leader del gruppo dei liberali e dei democratici all'interno del parlamento di Bruxelles e da poco anche negoziatore della Brexit per il parlamento, è irrefrenabile all'indomani della vittoria di Emmanuel Macron alle elezioni primarie presidenziali francesi. «Dalla Brexit in poi una buona parte dell'opinione pubblica ha cominciato a reagire», spiega nel suo ufficio di Bruxelles, la cravatta slacciata, i modi enfatici. «È giustamente critica dell'Europa ma è determinata a cambiarla, non ad annullarla. È in cerca di nuovi partiti che vogliono modificare lo status quo. In Francia hanno trovato Macron, che non è affatto un tipico candidato francese: ritiene che sia l'Europa a fare grande la Francia e non viceversa. Spero davvero che potrà guidare un movimento europeo per la riforma dell'Europa».

Dunque la Brexit ha acceso la miccia della resistenza al populismo anti-europeo?

«Certo. Non solo in Francia. In Spagna Ciudadanos (i liberali spagnoli) sono arrivati al 17 per cento. In Polonia il partito liberale e europeista

Nowoczesna sta emergendo come una grande forza di opposizione al partito di governo di destra illiberale "Legge e giustizia" e riesce a portare 300 mila persone nelle strade. Perfino in Ungheria il pugno duro del governo a favore della chiusura dell'università finanziata da (George) Soros, la Central European University, sta facendo nascere un nuovo movimento liberale. Invece dell'atteso effetto domino la Brexit sta scatenando il risultato contrario.

In Gran Bretagna, con l'occasione delle elezioni di giugno, volute da Theresa May per rafforzare il suo controllo sui Tories, i Libdem stanno rifiorendo. Grazie a una dura campagna contro la Brexit e per l'Europa».

Eppure l'Europa continua a non piacere né agli inglesi (i sondaggi dicono che a distanza di un anno tornerebbe a vincere il sì alla Brexit) né agli europei...

«Come mai l'Europa a otto anni dalla crisi non si è ancora ripresa? ➤



Guy Verhofstadt, liberale, responsabile Ue dei negoziati per la Brexit

► Perché ha fatto troppo poco, troppo tardi. Su tutto. La crisi dell'euro. Quella dell'immigrazione. Delle banche. Dell'economia. Metà degli stati membri vorrebbe uscire dalla crisi tramite maggiore austerità, l'altra tramite la crescita. Il risultato? La paralisi. Dobbiamo lavorare a fare la vera unione».

Unione di cosa?

«Dell'euro, delle banche, del debito, della difesa, del mercato dell'energia. Di tutto. Siamo ancora disuniti.

Anche nel caso della Brexit ragioni di politica domestica hanno avuto un forte impatto sul risultato...

«La Brexit è il frutto di un gioco della politica londinese finito fuori controllo. Personalmente non sono mai stato a favore della Brexit. Credo che dal punto di vista geopolitico sia un disastro. Indebolisce l'Europa. Senza contare che la mobilità all'interno dell'Europa non solo non è eccessiva ma è troppo poca, a dispetto di quanto detto dagli inglesi. Ci

La stessa cosa si dice della Grecia...

«Ma la Grecia ha un peso specifico molto diverso. Il debito greco è di soli 300 miliardi di euro. Nulla in un'economia come quella europea che vale oltre 15 mila miliardi di euro».

L'uscita dell'Italia potrebbe invece segnare la fine dell'euro?

«L'euro così come è oggi non funziona in ogni caso. Non ha gli strumenti per farlo. Non esiste un unico ministero del Tesoro, non una sola

Senza la moneta unica, nel vostro Paese partirebbe un'ondata di inflazione galoppante

Abbiamo bisogno di unione per funzionare».

Ma anche di consenso da parte dei cittadini...

«Alla domanda "c'è bisogno che l'Europa faccia di più contro un eccesso di immigrazione, contro la disoccupazione, per l'economia?" le persone rispondono di sì. Sempre. Se invece chiediamo loro cosa pensano dell'Europa, allora rispondono che non va bene, che non funziona. Il vero problema è la costruzione dell'Europa, che è rimasta indietro ed è troppo burocratica. E perché è così burocratica? Perché non potendo prendere decisioni - le decisioni spettano al Consiglio d'Europa, ovvero ai capi di governo di ogni Paese membro - non può far altro che imporre delle regole. Invece, per funzionare, l'Europa avrebbe bisogno di prendere decisioni europee. Basta pensare agli Usa. Se ogni stato avesse un suo rappresentante e questi potessero decidere solo all'unanimità diremmo di loro che sono pazzi. Ma è esattamente la situazione in cui si trova oggi l'Europa».

Si ricomincia dalla Francia?

«Bisogna ricominciare dagli stati che vogliono ricominciare, seguendo la via del 1953. Era già tutto scritto allora, poi la Francia nel 1954 si rifiutò di dare vita alla sicurezza europea per motivi di politica interna».

sono due milioni di posti di lavoro che ogni anno rimangono vacanti perché non abbastanza europei si spostano per andare a ricoprirli. Solo l'un per cento degli europei lascia il proprio Paese di origine».

Ma adesso che la Gran Bretagna è determinata ad uscire, lei ha chiesto una Brexit dura.

«Dura no. Giusta sì. Perché sarebbe ingiusto che un Paese al di fuori dell'Europa stesse meglio che in Europa. Che avesse tutti i vantaggi del fare parte dell'Unione senza i costi. Perché coloro che hanno promosso la Brexit hanno raccontato una serie di bugie a partire dal fatto che la Gran Bretagna non sarebbe stata tenuta a pagare per tutti gli impegni presi. E questa è una posizione non solo mia ma anche del Consiglio. Inoltre una Brexit troppo favorevole, potrebbe incoraggiare altri Paesi ad uscire».

Che differenza ci sarebbe tra una Brexit e l'Italexit che alcuni analisti contemplano come uno degli scenari futuri dell'Europa?

«Un'uscita dell'Italia sarebbe un disastro per l'Europa, per l'euro e per i cittadini italiani. Questi ultimi si ritroverebbero di nuovo a fare i conti con una svalutazione massiccia e un'inflazione galoppante che eroderebbero pesantemente il loro potere d'acquisto. E in ogni caso un'Europa senza l'Italia è impensabile».

politica fiscale e tantomeno gli Eurobond. Uno stato può esistere senza una moneta ma una moneta non può esistere senza uno stato. Dall'8 giugno (data delle elezioni britanniche) in poi non dovremo solo negoziare la Brexit ma anche ricostruire l'Europa. Il 65 per cento del mercato comune non è in comune: non le telecom, non il digitale, non il settore dell'energia e nemmeno quello finanziario. E questo è il motivo per cui in Europa non abbiamo l'equivalente di Google o Amazon. Avrebbe bisogno di 27 autorizzazioni e oltre un centinaio di accordi con i vari operatori mobili. Diciamo di avere un Unione e invece non c'è. Il problema non è l'Europa ma la mancanza di Europa. E un suo eccesso di burocrazia».

Tornando all'Italia, perché ha proposto l'entrata nel vostro gruppo europeo del Movimento 5 stelle, notoriamente euroscettico?

«Non sono stato io a proporlo ma loro. Io avevo solo notato che su molte questioni votavamo nello stesso modo. E la condizione per l'entrata sarebbe stata che avrebbero smesso di distruggere l'euro e si sarebbero impegnati a riformarlo con noi. Senza contare che mi sarebbe piaciuto averli nel campo dei riformisti perché sono a favore dei movimenti anti-sistema. Come, adesso, quello di Macron».