

UNO SCHEMA NUOVO PER RIDURRE GLI ONERI DEI DEBITI SOVRANI

di Stefano Micossi

su Il Sole 24 Ore del 21 ottobre 2020

I fautori del debito pubblico senza limiti che in Italia non sono pochi vivono una stagione felice. Il famigerato Patto di stabilità è sospeso a tempo indeterminato; il Fondo monetario scrive nei suoi rapporti che questo è il tempo di spendere, non di fare troppi conti; il presidente della American Economic Association, Olivier Blanchard, ha spiegato nel suo indirizzo presidenziale l'anno scorso che i bassi tassi d'interesse rendono sostenibile anche i debiti pubblici più elevati (in rapporto al Pil) e che, quindi, dei disavanzi pubblici non c'è più molto da preoccuparsi.

Che questo sia il tempo di spendere per sostenere l'economia, è fuori questione. Ma l'accumulo di nuovi debiti sovrani nell'area dell'euro, in economie che non avevano ancora smaltito gli aumenti della crisi finanziaria, promette guai grossi dopo la fine dell'emergenza pandemica, quando verrà il tempo di riportare quei debiti sotto controllo. Dunque, di questo problema faremmo bene ad occuparci fin d'ora, per non farci trovare impreparati.

In uno studio pubblicato nei giorni scorsi dal Ceps di Bruxelles «Sovereign debt management in the euro area as a common action problem» ho sostenuto che la questione può essere affrontata utilizzando il merito di credito collettivo dell'eurozona per alleggerire gli oneri dei debiti sovrani dei singoli paesi, allungandone le scadenze fino a rendere quei debiti di fatto irredimibili.

Un approccio analogo è stato invocato apertamente per i prestiti del Recovery Fund da Christine Lagarde, presidente della Bce.

La legittimità di questo intervento si fonda su due premesse e una condizione.

La prima premessa è che, nei Paesi maggiormente indebitati, quei debiti non potrebbero essere ripagati senza comprimere la crescita così tanto da compromettere la stessa capacità di servire il debito, rendendolo perciò stesso insostenibile. La seconda premessa è che la moneta comune genera delle "esternalità" nella sostenibilità dei debiti sovrani perché, quando questi vengono colpiti da un attacco speculativo, la possibilità di respingerlo con gli interventi della Bce richiede il consenso della maggioranza dei membri

del suo Consiglio direttivo consenso che può venir meno se questi pensano che la politica finanziaria irresponsabile del paese interessato sia la causa prima dell'attacco speculativo. Il rifiuto di intervenire da parte della Bce può scatenare il contagio di altri Paesi e mettere a rischio la sopravvivenza dell'euro.

Proprio per questo, la condizione irrinunciabile per l'intervento collettivo è che, terminata l'emergenza, i conti pubblici dei Paesi più indebitati mostrino un ragionevole equilibrio, tale da non richiedere nuovi aumenti di debito e, in effetti, di prometterne la riduzione nel futuro. Serve un nuovo Patto di Stabilità, più semplice e flessibile, ma anche più credibile del marchingegno attuale, oramai screditato.

Il valore obiettivo del debito sovrano dovrebbe, in questo contesto, essere innalzato realisticamente dal 60% attualmente previsto all'80 per cento.

Su queste basi, ecco la mia proposta. Il Meccanismo europeo di stabilità (MES) dovrebbe acquistare i titoli sovrani detenuti dal Sistema europeo delle banche centrali (SEBC), a seguito dei suoi interventi di "allentamento quantitativo", fino a un limite del 20% del Pil dell'eurozona. Questi debiti resterebbero nel suo bilancio a tempo indeterminato, assicurandone il rinnovo con lunghe scadenze.

Poiché il debito medio dell'eurozona si avvia a superare il 100% del Pil dell'area, il mantenimento del 20% nel bilancio del MES assicurerebbe la riduzione dei debiti sovrani sul mercato mediamente al valore target dell'80 per cento.

Resta da decidere se sia opportuno prevedere che l'assorbimento di titoli sovrani resti proporzionale tra i Paesi, o non debba invece privilegiare i Paesi ad alto debito. I titoli ceduti al MES continuerebbero a godere della garanzia di fatto delle banche centrali nazionali di cui godono attualmente; dunque, non si avrebbe alcun trasferimento di rischio al MES.

Gli acquisti di titoli del MES sarebbero finanziati attraverso l'emissione di sue obbligazioni sul mercato. Tali obbligazioni sarebbero garantite dal sostanzioso capitale del MES e dai Paesi membri, come già avviene per le passività del MES. Questa triplice garanzia delle banche centrali sui titoli sovrani, e del capitale del MES e degli stati membri sulle obbligazioni del MES, dovrebbero assicurare il rating di Tripla A per le obbligazioni del MES. Dunque, esse costituirebbero quel titolo sicuro di cui l'area euro ha bisogno per aiutare le banche a liberarsi dal rischio sovrano e ridurre la frammentazione finanziaria (gli spread avversi sulle obbligazioni sovrane dei Paesi ad alto debito).

Questo schema possiede due proprietà altamente desiderabili per il buon funzionamento dei mercati finanziari dell'area euro. Primo, creerebbe lo strumento per alleggerire il SEBC dell'eccesso di titoli sovrani accumulato durante le due crisi sistemiche dell'ultimo decennio. Secondo, i tassi d'interesse nei Paesi "rifugio" dell'area euro probabilmente salirebbero, grazie all'emergere di un buon sostituto. La Bce resterebbe naturalmente libera di gestire con i suoi interventi l'impatto monetario della cessione dei titoli sovrani al MES.