

L'intervento

# La (non) sovranità del debito pubblico italiano

È come se fosse espresso in valuta straniera, Francoforte imiti subito la Fed

di **MARCELLO MINENNA**

**A**ncora una volta all'ultimo Econfin gli occhi erano puntati sul pesante fardello che il debito pubblico rappresenta per l'economia italiana. Le soluzioni si muovono però sempre in chiave nazionale senza considerare che l'architettura incompiuta dell'euro continua a fornire il suo contributo al problema.

## Conversioni

Anche il Fondo monetario internazionale è intervenuto recentemente sul tema identificando una ricetta: se non puoi ripagare i debiti ti diamo un po' di tempo in più. Il tema è interessante per due motivi: uno in quanto condividiamo con la Grecia il primato di un debito ben al di sopra del Pil e due perché il Fondo monetario riconosce con qualche anno di ritardo che ristrutturare il debito greco nel 2012 non è stata una grande idea. Su quest'ultimo aspetto basta notare che, in meno di un anno, la Grecia è tornata ad avere un debito paragonabile a quello preristrutturazione della Troika con però «qualche» problemino sul fronte dell'occupazione e della tenuta sociale del Paese.

Sul tema del debito pubblico di solito la discussione si polarizza semplicisticamente su due temi: chi dice che è troppo alto e che bisogna ad ogni costo abbatterlo e chi fa presente che in fondo il Giappone sta messo assai peggio di noi e non si trova nella nostra situazione.

Ma c'è una terza chiave di lettura: in Italia il debito è un problema perché è sostanzialmente espresso in una valuta estera. E quando uno Stato ha un debito in valuta estera che vale più di metà del suo Pil, prima o poi va a finire male e deve fallire per abbatterlo. È successo in Argentina, in Russia, in Messico e da ultimo in Grecia.

Queste conclusioni poggiano su due ragionamenti. La Bank of Japan può stampare quanta moneta vuole per ricomparsi o estinguere i titoli

di Stato giapponesi e dissolvere questo debito. E direi che con oltre 2.000 miliardi di dollari di espansione monetaria negli ultimi tre anni, ha fatto sapere ai mercati che non ha problemi a farlo. La Bce non lo può fare.

Ora, a parte le regole dei trattati europei da ridiscutere prima o poi, in termini più generali quando è che una banca centrale non può (per dirla tecnicamente) monetizzare il debito pubblico del suo governo? Risposta: quando questo debito è denominato in valuta estera e quindi qualsiasi espansione monetaria non lo riduce. Anzi rischia di aumentarlo perché quanta più moneta nazionale c'è in circolazione, tanto più vale quella estera e quindi a causa dell'apprezzato tasso di cambio il debito in valuta estera diviene più oneroso da ripagare.

## Scambi commerciali

Il secondo ragionamento è meno noto ma altrettanto semplice. Se il Giappone vende molti prodotti in America, è in avanzo commerciale, questo significa che i cittadini americani dovranno comprare yen per acquistare questi beni. A lungo andare l'eccesso di domanda di valuta giapponese implicherà un suo apprezzamento rispetto al dollaro e quindi i prodotti made in Japan diverranno sempre più costosi per i cittadini americani che alla fine opteranno per prodotti simili più economici e non giapponesi.

In base a questo meccanismo fisiologico di aggiustamento, l'avanzo commerciale giapponese si sgonfierà. Tutto questo si ribalterà ovviamente sull'economia nipponica tramite movimenti del differenziale tra i tassi di interesse giapponesi e quelli Usa che sono collegati attraverso il cambio yen/dollaro. L'operatività del sistema bancario verrà influenzata, o sarà in grado di influenzare queste relazioni. In base alle decisioni di politica fiscale e monetaria (leggi anche manovre sul debito pubblico) che saranno assunte.

Torniamo all'eurozona e

proviamo ad applicare questi ragionamenti. È noto che la locomotiva tedesca è in avanzo commerciale da quando è nato l'euro. Fondamentalmente, a parte l'ultimo anno, chi ha comprato i prodotti tedeschi? In larga parte i Paesi europei in difficoltà. I cittadini italiani comprano beni tedeschi, pertanto comprano euro; l'euro però è anche la valuta tedesca per cui è come se tra Italia e Germania ci fosse un tasso di cambio fisso. C'è quindi poco da fare: i beni tedeschi non divengono relativamente più costosi per gli italiani che continuano a comprare magari indebitandosi, forse pure troppo; come conseguenza le banche italiane si trovano con crediti deteriorati.

L'unica leva di cui dispone lo Stato italiano per compensare gli squilibri, compresi quelli derivanti dalla crisi e dallo spread, è il debito pubblico che pertanto cresce. Ora in termini più generali che differenza c'è tra un debito pubblico espresso in valuta estera ed uno in una valuta nazionale ma ancorata ad un'altra valuta da un tasso di cambio fisso? Nessuna. Qualcuno ricorderà che il fallimento dell'Argentina è stato alla fine ricondotto al cambio fisso del peso con il dollaro americano.

## Flessibilità

In questi giorni sembra che la parola «flessibilità» possa prendere il posto della sgradita «austerità». È bene che nei negoziati questi ragionamenti siano adeguatamente snocciolati. La politica monetaria deve intervenire in maniera decisiva con acquisti di titoli di Stato a lungo termine in modo da allungare le scadenze, come dice il Fondo monetario, ed in proporzione al Pil dei vari Stati Ue in modo da aiutarli in base alla loro dimensione produttiva. La Germania sarebbe così il primo beneficiario e si sgonfierebbe parte delle osservazioni dei «falchi»; ma ciò che più conta è che si disinnescerebbe l'ordigno a tempo rappresentato dal debito estero «ombra» dell'eurozona.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

