

POLITICA MONETARIA

Il modello Fed per abbattere il debito Ue

di **Marcello Minenna**

Recessione unita a deflazione e subito sono partite le proposte su come ristrutturare il debito pubblico. Come quelle che vorrebbero creare debiti di serie A garantiti dal patrimonio immobiliare dello Stato e debiti non garantiti di serie B. Che tassi chiederà il mercato quando il debito di serie B dovrà essere rifinanziato?

La Grecia nel 2012 ristrutturò il debito. La Troika lo impose dopo che le banche elleniche avevano fatto il pieno di titoli di Stato nazionali alleggerendo l'Eurozona. Come conseguenza le banche fecero rientrare i prestiti a imprese e famiglie e i risultati sono sotto gli occhi di tutti con la beffa che la situazione debitoria greca è peggiore di quella pre-ristrutturazione. Perché in Italia dovrebbe andare diversamente dato che le banche sono piene di titoli di Stato? Dal 2000 non abbiamo brillato per politica industriale ed economica; il Pil reale non si è mosso e il debito è cresciuto ma non si può dire che i Governi si siano dati a spese folli e indistinte.

Per capire l'accaduto si deve passare a una prospettiva europea. Con l'euro la Germania ha sempre avuto un'inflazione più bassa degli altri Stati e nessuno spread dato che lo spread è sul Bund. Questo significa che il manifatturiero tedesco paga meno interessi e si vende a prezzi più competitivi. Per produrre qualsiasi bene servono capitale e lavoro e per la remunerazione del capitale il parametro è il tasso di interesse. Considerato che la parte più rilevante della produzione di un Paese è fatta di beni per i quali la concorrenza si fa sul prezzo, si trova una prima spiegazione alla continua espansione tedesca e alla stagnazione italiana; il manifatturiero italiano è spiazzato e non si compete solo con differenziazioni tecnologiche o commerciali. E quando un Paese è in surplus commerciale verso altri dopo qualche tempo l'eccesso di domanda di valuta di quel Paese comporta il suo apprezzamento, rende i beni più costosi e la bilancia commerciale torna in equilibrio. Ma questo aggiustamento nell'area euro non può dispiegarsi dato che la valuta è la stessa. Ecco una seconda spiegazione del surplus tedesco.

E la Germania è sostanzialmente "legittimata" a erogare credito agli altri Paesi Ue con un solo limite: la loro povertà; credito usato per comprare i più economici beni prodotti in Germania. Non si tratta sempre e solo di beni fatti meglio, ma di beni

che costano meno perché alle imprese costa meno il fattore capitale, non il lavoro.

Per la compiuta "legittimazione" della Germania è stato fondamentale il fatto che quando il credito erogato è divenuto elevato e le sue banche hanno cominciato a rischiare troppo è arrivata la Bce. A fine 2011-inizio 2012 con i prestiti agevolati le banche dell'Eurozona hanno onorato i debiti con la Germania e trasferito in Bce i rischi del sistema bancario tedesco.

Il rallentamento dell'estate della Germania trova giustificazione in queste dinamiche. I Paesi periferici dell'area euro non possono più indebitarsi per comprare prodotti tedeschi; in Italia si parla di 6 milioni di poveri. Resiste solo la Francia, per ora. L'erogazione di crediti della locomotiva tedesca deve spostarsi fuori dall'Eurozona (e lo sta facendo) e sostituire la sfiancata domanda interna europea con una extra-europea prima di deragliare. La novità delle ultime settimane è che questo ridirezionamento non avverrà sotto l'ombrello protettivo di una Bce pronta a intervenire per rilevare le esposizioni extra-Ue delle banche tedesche non appena si raggiungeranno livelli per loro indesiderabili. È questo il senso del provvedimento della Bce che ha escluso dal quantitative easing l'acquisto di cartolarizzazioni (Abs) che "impacchettino" crediti erogati al di fuori dell'area euro. Un primo segnale è stato dato: l'euro non può continuare a essere germano-centrico.

Va affrontato il tema del debito pubblico. In Italia pesa sulla nostra economia per 90 miliardi di interessi ogni anno; la Germania che ha 200 miliardi di debito in più ne paga 75. Non va bene. Il tema "debito pubblico italiano" è centrale ma è da discutere congiuntamente ad accordi tra gli Stati che interpretino meno restrittivamente i trattati. Occorre tradurre in fatti concreti lo slogan "più flessibilità". Si potrebbe partire azzerando, come fa la Fed, il pagamento degli interessi sui 300 miliardi di titoli governativi dell'area euro detenuti dalla Bce, liberando una decina di miliardi l'anno per investimenti. Sono poca cosa ma sarebbe un secondo segnale di integrazione dell'Eurozona dato che la Germania grazie al *flight-to-quality* sui Bund e ai tassi negativi da anni è l'unico Stato che rifinanzia il proprio debito praticamente a costo zero.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

