

L'Eurozona guardi al modello federale americano

Marcello Minenna *

Può un'Unione monetaria funzionare in maniera corretta se esiste uno spread di rendimento tra i titoli di Stato dei Paesi membri? La mia posizione è netta: l'Eurozona necessita di un *safe asset* a rischi condivisi, cioè garantito da tutti i Paesi membri, che possa essere utilizzato come bene-rifugio dagli investitori e come collaterale nel credito interbancario e nei rapporti con la Banca centrale. Al momento questo ruolo è svolto dai Bund tedeschi, e ciò garantisce indubbi privilegi all'emittente Germania tra cui in termini di rendimenti negativi. Anche per questa asimmetria, il sistema non funziona in maniera ottimale. I Bund sono scarsi, troppo costosi per le esigenze del sistema finanziario europeo e tassi di interesse troppo diversi hanno alterato la competitività dei sistemi manifatturieri nazionali.

Il "safe asset" più logico è un debito pubblico condiviso. Ovviamente ciò presuppone l'esistenza di un governo federale dotato di budget comune e capacità di autonoma tassazione. Un'unione fiscale e politica insomma, come quella degli Usa, che al momento - visti lo stallo politico europeo e le poche aperture dell'asse franco-tedesco - ha una probabilità quasi nulla di verificarsi.

Da questo bagno di realtà nasce l'idea sviluppata con Giovanni Dosi, Andrea Roventini e Roberto Violi di graduale "condivisione dei rischi" dei debiti dell'Eurozona, da attuarsi tramite una riforma mirata del Fondo Salva-Stati Esm. In sostanza se l'emissione di un debito condiviso è impossibile, l'ipotesi di una garanzia comune sul debito in rifinanziamento ha sicuramente più chances: ognuno paga da sé il proprio debito (per cui parlare di "accollo" sarebbe improprio) ma la garanzia interviene nel caso di impossibilità (reale) di pagarlo. In questa maniera lo spread tra i titoli dei diversi Paesi scompare. Come si vede, non servono *ab origine* né un budget federale, né tantomeno l'Unione politica; anche se è evidente che quest'idea spinge verso questa direzione.

L'unico requisito è la volontà politica di condividere gradualmente costi (che sarebbero di mercato) e benefici, implementando de facto un sistema di trasferimenti dai Paesi forti a quelli più deboli che rinforzerebbe le fondamenta e la tenuta dell'Unione. Anche la Commissione Europea ne è consapevole: la proposta di istituire un fondo comune di stabilizzazione è un timido passo verso i trasferimenti fiscali intra-Unione. Negli Usa il sistema redistribuisce automaticamente risorse dagli Stati ad alto reddito a quelli più poveri, di-

versamente dall'Europa.

Certo, gli Stati Usa possono emettere debito ripagabile solo attraverso entrate fiscali. Questo debito non è garantito dal governo federale e giustamente viene valutato dal mercato in maniera differenziale, attribuendo rendimenti maggiori agli Stati finanziariamente meno solidi. Cosa succederebbe in caso di default di uno Stato Usa non è comunque chiaro: non esiste una procedura ordinata di bancarotta come accade per le municipalità ed enti locali (il Chapter 9), anche se viene auspicata da alcune forze politiche. Per alcuni accademici il governo federale potrebbe intervenire con un bail-out se il governo locale rinunciasse alle prerogative sovrane ed accettasse l'autorità delle corti federali in un Chapter 9 "volontario". Rimangono speculazioni.

L'unico precedente storico dopo il Jurisdiction and Removal Act del 1875 che ha potenziato il potere delle corti giudiziarie federali è il default dell'Arkansas nel 1933. Allora il governo negoziò bilateralmente con i creditori, con l'ostilità latente del governo federale. I creditori senior di Wall Street recuperarono quasi tutto, mentre le perdite vennero scaricate sulle municipalità e le aziende pubbliche che erano state precedentemente pagate dal governo in obbligazioni. Per i taxpayers ci fu una dura austerità,

che si sommò alla Depressione in corso: più tasse su cibo e medicinali, cessione del gettito fiscale sulla benzina ad un sinking fund fino al pieno rimborso degli obbligazionisti senior, taglio trasversale sui servizi pubblici.

In definitiva, le analogie con l'Eurozona sono labili: gli Stati Usa hanno un bilancio molto più "leggero" rispetto ai governi dell'Eurozona, perché non devono finanziare la difesa, l'Obamacare, la Social Security, una buona parte delle pensioni; tutti capitoli di spesa a carico del governo federale che emette debito condiviso per farvi fronte. Il peso del debito "statale" è limitato: nel 2017 l'incidenza sul debito totale era al 12%, in costante discesa da oltre un ventennio [secondo grafico]. In altri termini il debito federale è 10 volte maggiore e sono gli US Treasuries a svolgere il ruolo di safe assets, non solo per l'economia Usa ma di quella mondiale. Lo spread negli Usa esiste? Sì, ma è un fenomeno minore. È l'esistenza di un debito federale a rischi condivisi, sostenuto dalla banca centrale e dal bilancio comune che garantisce il corretto funzionamento dell'Unione monetaria oltre-oceano. Semplicemente, l'Eurozona deve trovare il proprio modo per fare altrettanto.

* *Economista*



1



2

Il presidente americano **Donald Trump** (1); il segretario al Tesoro **Steve Mnuchin** (2)

