

Una proposta concreta per riformare l'eurozona e scrollarsi di dosso la sindrome da egemonia tedesca

Marcello Minenna*

20/9/2017 6:00:47 AM

**Docente di finanza matematica, London Graduate School*

Non è mia consuetudine parlare di “dominazione tedesca” nei confronti dei partner europei. Ma di certo due cose sono indiscutibili. La prima è che dall'avvio dell'euro i tedeschi sono stati al timone delle decisioni e, dall'inizio della crisi, loro hanno stabilito le ricette per “curare” i paesi in difficoltà. Questo ha significato prima di tutto austerità, più o meno severa, con forti ripercussioni sulla capacità di crescita delle economie periferiche: senza la spinta propulsiva di una spesa pubblica ben focalizzata è difficile che il Pil riprenda a salire in modo stabile e significativo. Per farsi un'idea dei disastrosi effetti di queste “cure dimagranti” basta guardare i dati apparsi sul sito www.primeeconomics.org che ha confrontato la performance di un gruppo di Paesi sviluppati nel periodo 2007-2016 prendendo a riferimento la variazione percentuale del reddito pro-capite a parità di potere d'acquisto.

I numeri parlano da soli

L'Italia è al secondo posto (preceduta solo dalla Grecia) tra i Paesi che hanno sperimentato il maggior calo del PIL pro-capite: -10,4%. Nel frattempo il reddito pro-capite dei tedeschi è salito dell'8,9%. Per chi non se fosse accorto – perché troppo impegnato a «dare phastidio» o a manifestare il proprio complesso di inferiorità verso la Germania – viviamo già in un'Europa a più velocità. Anziché conformarsi al mainstream tedesco sugli italici vizi, molti farebbero meglio a ricostruire obiettivamente quanto accaduto negli anni.

L'architettura dell'Eurozona è stata piegata al mercantilismo tedesco alimentato da una svalutazione del costo del lavoro, incentivi fiscali a pioggia per decine di miliardi e supporti alle banche per centinaia di miliardi tra cash e garanzie. Non solo. Grazie al gap di inflazione prima e allo spread poi la manifattura tedesca ha potuto sottrarre importanti quote di mercato ai suoi competitors, Italia in primis. Per anni la Germania ha messo in atto una sapiente strategia di vendor financing concedendo credito agli altri Paesi dell'euro per stimolare la loro domanda nei confronti dei prodotti tedeschi. Poi, quando è arrivata la crisi, ha chiuso i rubinetti: le banche tedesche hanno fatto deleveraging riducendo all'osso l'esposizione verso l'Italia e gli altri Paesi periferici e gettando così benzina sul fuoco, peraltro attraverso il supporto finanziario dei 1.000 miliardi di prestiti LTRO della BCE. La regia tedesca compare non solo dietro gli LTRO ma anche in altri interventi straordinari di politica monetaria decisi a Francoforte. Dal loro avvio questi interventi hanno consentito al Governo tedesco di risparmiare €240 miliardi di spesa per interessi; francamente non è tutto merito del flight-to-quality, dal momento che, ad esempio, il QE ha comprato prima di tutto Bund, spingendone i rendimenti sotto lo zero anche sulle lunghe scadenze.



La cancelliera tedesca Angela Merkel con Horst Seehofer, alla guida del partito Csu, e il ministro delle Finanze Wolfgang Schaeuble, dicembre 2015 – foto di Thomas Lohnes/Getty Images

L'egemonia tedesca

A elencarle le manifestazioni dell'egemonia tedesca nell'Eurozona sono numerose: dal QE dove l'80% dei rischi sui titoli di Stato acquistati nell'ambito del programma sono non condivisi, al Fiscal Compact, alla Comunicazione sul Settore Bancario dell'estate 2013 e alla sua successiva evoluzione nella disciplina del bail-in dal gennaio 2016, alle severe condizionalità previste per l'accesso allo scudo anti-spread della BCE (non a caso mai utilizzato) come pure ai programmi di assistenza finanziaria del MES e all'inserimento delle CAC nei titoli di stato governativi per limitare i rischi di ridenominazione dei debiti pubblici dei Paesi membri in valute diverse dall'euro. Questa lista già lunga – e peraltro non esaustiva – è la prova tangibile della leadership tedesca nell'Unione Monetaria, leadership che è stata favorita dalla mancanza di assertività degli altri membri.

Un perfetto caso di “sindrome di Stoccolma” di cui in Italia soffrono in molti, avvezzi a ratificare le proposte della Germania anziché elaborare valide contro-proposte per rimuovere le distorsioni dell'Eurozona e promuovere la convergenza dei cicli economici tra i vari Paesi come premessa per una concreta convergenza istituzionale verso un modello federale. Una sindrome per la quale rischiamo di pagare un prezzo sempre più caro, anche perché, sebbene il timing sia ancora incerto, prima o poi l'eccezionale stimolo monetario della BCE si concluderà ed è altamente consigliabile presentarsi preparati all'appuntamento. Al momento la fragilità di alcune aree economiche come l'Italia è indiscutibile. I primi test di quest'estate hanno dato chiare avvisaglie, tra cui il rialzo dello spread sopra i 200 punti base a inizio giugno quando sembrava materializzarsi il rischio di un'accelerazione del tapering (il riassorbimento della liquidità da parte delle banche centrali).



*Janet Yellen, governatrice della Fed e Mario Draghi, presidente della Bce. Kazuhiro Nogi
AFP/Getty Images*

Altri rialzi addirittura intra-giornalieri si sono visti in reazione a varie news diffuse negli scorsi mesi, come la decisione della Corte Costituzionale tedesca che il giorno di Ferragosto ha chiesto alla Corte di Giustizia Europea di pronunciarsi sulla legittimità del QE, circostanza che amplificava il rischio di una rapida chiusura del programma. In quest'ultimo caso lo spread intra-day ha invertito la tendenza schizzando oltre i 163 punti base per poi stabilizzarsi nei giorni successivi quando le dichiarazioni di Schaeuble hanno tranquillizzato i mercati. Sui riferimenti numerici di questi rialzi e dei connessi eventi c'è stato chi si è inphastidito e invece di notare un palese refuso ha pensato bene di cogliere la "ghiotta occasione" per una dotta analisi che, una volta letta, non mostra argomenti migliori ed anzi spicca per una certa confusione di idee sull'ingegneria finanziaria, oltre a opinabilissime valutazioni sul piano personale.

Il trasferimento di ricchezza

Parva res in parva materia; il tema di un debito pubblico superiore al 130% del PIL va affrontato e soprattutto va portato all'attenzione dell'Europa anche perché in parte originato dalla sua sconclusionata architettura. Portare il tema

del nostro debito pubblico all'attenzione dell'Euro-burocrazia non vuol dire presentarsi a Bruxelles, Francoforte o Strasburgo con il cappello in mano ma con proposte che riflettono le regole e le valutazioni di mercato dei rischi e che quindi sanino gli indebiti trasferimenti di ricchezza verso la Germania che la finanza sta conducendo attraverso la moneta unica e le sue "regoline" che consentono, anzi alimentano, spread e tassi negativi.



Marcello Minenna. Imagoeconomica

In mancanza di proposte, l'alternativa – manco a dirlo – è quella di vederci propinare un ennesimo rimedio made-in-Germany. Sull'Italia la posizione dei tedeschi è netta: siamo un Paese «too-big-too-save», troppo grande per essere salvato. Ecco perché secondo loro il nostro debito pubblico va ristrutturato con un bel reprofiling, un allungamento delle scadenze come già fatto con quello greco. Gli esperti economici della Merkel ne parlano da tempo, mentre noi in Italia siamo occupati a elemosinare qualche zero virgola di flessibilità.

Una proposta di riforma del MES

Lo scorso 21 agosto sulle pagine del Corriere ho presentato una proposta di mercato per la riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) che interviene su due fattori essenziali per l'evoluzione del rapporto debito/PIL: la

condivisione dei rischi sovrani dei Paesi dell'area euro e il rilancio degli investimenti pubblici. Sul risk-sharing come condizione necessaria per il completamento dell'architettura dell'Eurozona è utile richiamare le parole dell'economista Jan Priewe: «In un'Unione Monetaria è inevitabile qualche forma di diretta o indiretta mutualizzazione del debito pubblico dei vari Stati. È il prezzo da pagare per la stabilità finanziaria, con beneficio per tutti, come un bene pubblico».

A mio avviso questo risultato potrebbe essere raggiunto trasformando il MES in un effettivo garante del debito pubblico di tutti i Paesi dell'Eurozona. La riforma si potrebbe implementare gradualmente, inserendo apposite clausole di condivisione dei rischi sulla quota di debito che viene rifinanziato ogni anno e rimuovendo in parallelo le CAC, quelle clausole di azione collettiva introdotte dal trattato istitutivo del MES che potrebbero bloccare la ridenominazione del debito in lire in caso di Italexit e che la Germania propone di trasformare in nuove clausole ancor più penalizzanti, dette CPC, che renderebbero impossibile la ridenominazione.



*Il professore di politica economica Lars Feld è uno degli economisti più ascoltati dal governo tedesco e considerato molto vicino al ministro delle Finanze Wolfgang Schaeuble.
Foto JOHANNES EISELE/AFP/Getty Images*

Per tenere sotto controllo i conti pubblici la mia proposta prevede che Paesi come l'Italia e il Portogallo – che (tolta la Grecia) hanno gli spread creditizi più elevati – paghino al MES il premio per la garanzia ricevuta sul proprio debito pubblico sotto forma di contribuzioni per cassa al capitale del Meccanismo di Stabilità. Ad esempio, se per effetto della garanzia il credit spread scendesse da 200 a 80 punti base, allora si dovrebbe pagare l'1,2% (120 punti base) sul debito garantito dal MES. Grazie alla condivisione dei rischi il premio da pagare si ridurrebbe progressivamente, fino al raggiungimento della convergenza fra tutti i Paesi. È vero: Paesi come Germania, Austria o Olanda avrebbero un incremento dei loro spread creditizi per effetto della responsabilità in solido sul debito condiviso degli altri Stati ma – per usare le parole di Priewe – in cambio beneficerebbero di quel preziosissimo bene pubblico che è la stabilità finanziaria.

Gli effetti positivi per tutti i paesi

La riduzione della spesa per interessi generata dal risk-sharing sarebbe un primo, importante passo per accrescere la sostenibilità del debito pubblico. Ma c'è di più. Il Pil deve ripartire e per farlo servono consistenti investimenti pubblici ad alta redditività. In Paesi come l'Italia la spesa pubblica destinata agli investimenti fissi è al palo da anni: un recente studio della Cdp riporta che nel periodo 2007-2012 è crollata del 17,9% in termini reali e nel biennio 2013-2014 è scesa di un altro 5,4%. Sono numeri impressionanti, specie se confrontati con la situazione pre-euro: tra il 1995 e il 2000 gli investimenti fissi del settore pubblico italiano erano cresciuti del 19,9%, davanti a Francia, Spagna e Germania.

Rimettere in moto gli investimenti pubblici è dunque un'altra sfida improrogabile ed è qui che entra in gioco il secondo pezzo della mia proposta: consentire una flessibilità sugli investimenti alle economie più fragili dell'Eurozona per un importo equivalente ai premi versati annualmente al MES a fronte della garanzia sul debito. Attualmente il Meccanismo di Stabilità opera con una leva finanziaria moderatamente bassa: il capitale versato è di 80,5 miliardi di euro e anche le passività ammontano largo circa a questo importo. Mantenendo lo stesso livello di leva il MES potrebbe emettere delle obbligazioni e utilizzare la liquidità riveniente per fare da back-up agli investimenti pubblici dei Paesi membri, secondo un sistema di mirroring

analogo a quello utilizzato sinora per supportare le aste della Grecia. Stavolta però il supporto del MES andrebbe a sostenere gli investimenti che, secondo una nota golden rule, sono la componente della spesa pubblica col moltiplicatore più elevato, specie se concentrati in zone ad alto potenziale di sviluppo (pensiamo al Mezzogiorno).

Inoltre, a presidio della qualità e dell'efficienza degli investimenti si potrebbe proporre apposito comitato europeo con poteri di approvazione preventiva e di monitoraggio ongoing e per non creare nuove istituzioni si potrebbe riformare lo European Fiscal Board nato a seguito delle raccomandazioni formulate nel report dei 5 Presidenti del giugno 2015 e attualmente dotato di sole funzioni consultive.

Il 23 agosto, due giorni dopo la mia proposta presentata sul Corriere, il Ministro delle Finanze tedesco Schaeuble si è dichiarato favorevole a trasformare il MES in un fondo con maggiori poteri di intervento in supporto delle economie in difficoltà o colpite da disastri naturali. In cambio ha però chiesto il trasferimento al MES di maggiori poteri di supervisione sulle politiche economiche dei vari Paesi, nell'evidente intento di avviare l'abdicazione della sovranità fiscale da parte dei Governi nazionali. L'obiettivo della Germania è quindi quello di fare del MES (di cui è il 1° azionista) il suo braccio operativo per controllare i bilanci degli altri Stati membri. Esattamente come fa con la politica monetaria attraverso la Bce.

Sbagliato appiattirsi su Germania e Francia

Convergenza e integrazione nell'Eurozona non significano accettare la segregazione dei rischi come un fenomeno irreversibile e appiattirsi sulle direttive impartite dalla Germania, sentita al più la Francia. Di questo dobbiamo essere convinti prima di tutto noi se vogliamo avere una chance di confrontarci alla pari con i partner europei.

A chi rifiuta di pensare in modo diverso, di cercare e proporre alternative, preferendo ripeterci la solita narrativa circa l'ineluttabilità della segregazione dei rischi, dell'haircut sul debito pubblico e delle conseguenti difficoltà per le nostre banche, rispondo semplicemente che un'alternativa c'è: ripristinare un'unica curva dei tassi di interesse sovereign nell'Eurozona e avviare un processo di crescita condivisa. A tal fine si deve comprendere che non serve più Europa tout-court moltiplicando le istituzioni sperando che questo acceleri una

fantomatica integrazione; mai come in questo caso infatti applicherebbe il noto brocardo «entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem». Costruireste un altro piano su un palazzo già a fondamenta inadeguate?

Le fondamenta infatti ci sono: la Bce, il MES, il Fiscal Compact, l'Unione Bancaria tralasciando ovviamente gli organi politici; si tratta di ridisegnarle per renderle adeguate alla sfida della convergenza delle economie dei Paesi membri, di portare l'Eurozona verso un debito pubblico europeo e un bilancio unico. È doveroso provarci prima di mettere in atto qualsiasi piano B, che magari intanto però andrebbe studiato; anche perché finora di proposte nazionali presentate con successo ai tavoli decisionali dell'Euro-burocrazia non se ne sono viste.

Per farlo occorre però prima curare la sindrome di Stoccolma che affligge il pensiero di una parte della (si fa per dire) intelligenza nazionale.