



LIBERA Impresa

Pagine di economia e finanza

**FINANZA
ALTERNATIVA:
ENERGIA
NUOVA PER
L'ECONOMIA
REALE**



Martini

Il risparmio
verso le
PMI

Minenna

Un piano di
difesa per
l'Eurozona

Cuzzilla

Investire sul
capitale
umano

Durigon

Il tessuto
produttivo
italiano è virtuoso

L'EUROZONA SI PREPARI PER TEMPO ALL'IMPATTO DI UNA FUTURA RECESSIONE: UN PIANO DI DIFESA A 3 LIVELLI

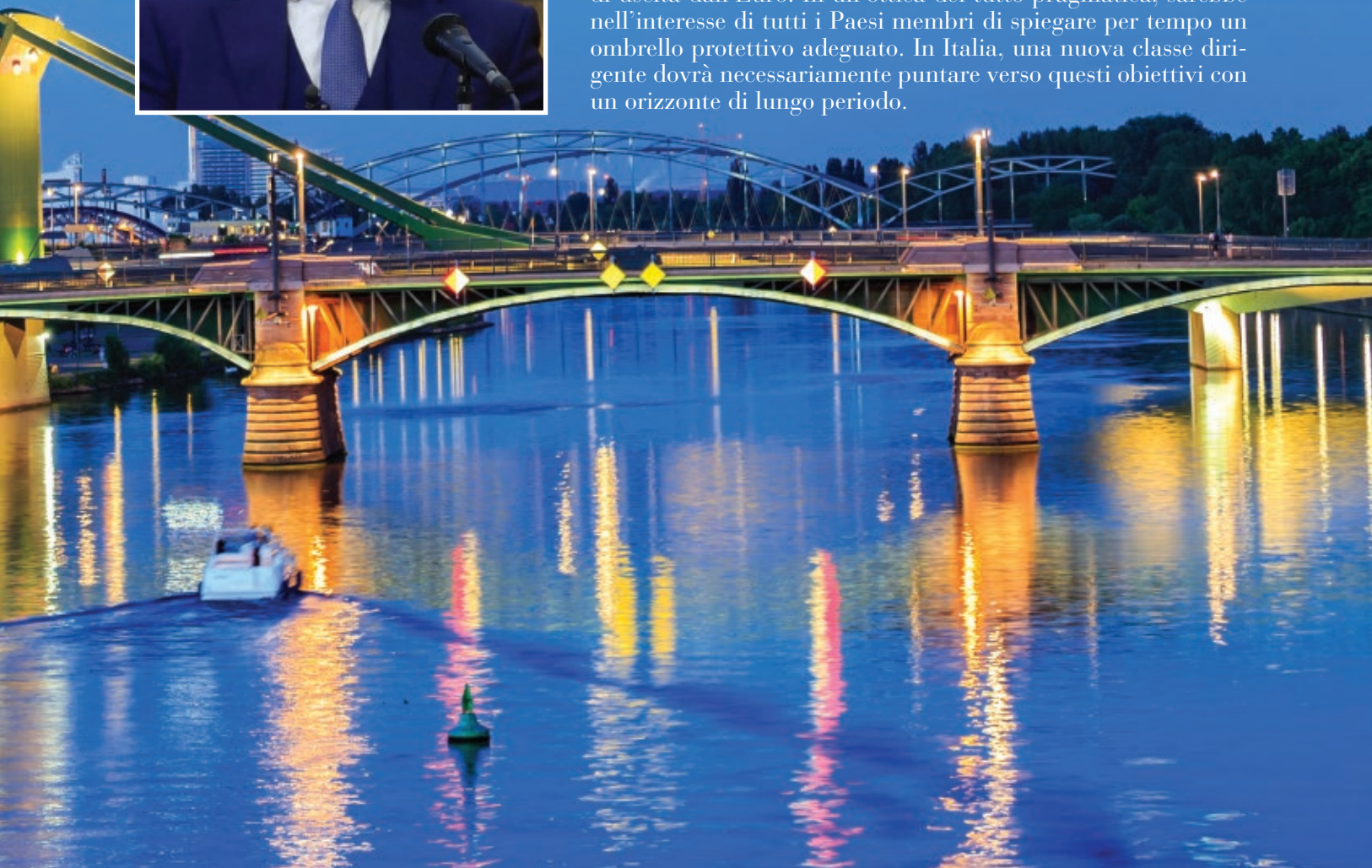
Parla **MARCELLO MINENNA***

Responsabile dell'Ufficio Analisi Quantitativa e Innovazione Finanziaria in CONSOB

*Le opinioni sono strettamente personali



La maturità dell'espansione economica negli USA e le policy attuate dall'amministrazione Trump (stimolo fiscale finanziato da deficit e dazi all'importazione) lasciano presagire con buone probabilità una nuova recessione nell'arco dei prossimi 24 mesi. È necessario aprire l'ombrello prima che piovga: non si aumenterà la resilienza dell'Unione monetaria attraverso le idee franco-tedesche di un irrigidimento delle richieste di disciplina fiscale, di ristrutturazione obbligatoria del debito pubblico o peggio con l'inserimento di una clausola vessatoria di uscita dall'Euro. In un'ottica del tutto pragmatica, sarebbe nell'interesse di tutti i Paesi membri di spiegare per tempo un ombrello protettivo adeguato. In Italia, una nuova classe dirigente dovrà necessariamente puntare verso questi obiettivi con un orizzonte di lungo periodo.



1° LIVELLO

**CONGELARE IL DEBITO PUBBLICO
A LUNGA SCADENZA IN BCE**

Una soluzione di breve termine (condivisa con Andrea Boitani) che sia reversibile e dai pochi costi politici potrebbe essere la rimodulazione dell'appendice finale del Quantitative Easing verso l'acquisto di titoli di Stato a lungo e lunghissimo termine (30 anni e oltre). Ove non disponibili sul mercato secondario, i titoli verrebbero opportunamente emessi dalle agenzie/direzioni del debito dei vari

Paesi dell'Eurozona; per via della dichiarazione di intenti della BCE i titoli sarebbero ovviamente molto richiesti in sede di asta e collocabili senza difficoltà. Solo questo tweaking del QE – fino alla scadenza prevista del programma a dicembre – equivarrebbe ad un “freezing” di circa 150 miliardi di nuovo debito pubblico nei bilanci delle banche centrali.

In una modalità intermedia, anche il rifinanziamento di parte di titoli in scadenza già nei bilanci delle Banche Centrali dell'Eurosistema potrebbero avvenire con titoli a lunghissimo termine; e così – fino alla scadenza plausibile del programma tra 6 mesi – si avrebbero altri 300 miliardi di “freezing”.

Se poi si intende aggredire il problema alla radice si potrebbe scambiare tramite swap – sempre passando dal mercato – tutti i titoli di Stato già comprati

nell'ambito del QE con Govies oltre i 30 anni di scadenza. I mercati finanziari interpreterebbero plausibilmente una simile decisione come una volontà di abbattimento, non contabile ma de facto, del rapporto debito/PIL con le evidenti ricadute positive del caso.

La reversibilità del freezing consentirebbe alla BCE, passata la buriana della prossima recessione, di poter tornare su un percorso di normalizzazione del bilancio laddove necessario.





2° LIVELLO

UN FONDO SALVA-STATI COME GARANTE DEL DEBITO PUBBLICO DELL'EUROZONA

In contemporanea con il freezing di una parte del debito, dovrebbe essere avviata la riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) che veda il Fondo come il garante del debito pubblico dell'Eurozona, come da me proposto a più riprese sul Financial Times ed il Wall Street Journal (di recente "Eurozone members must be serious about risk-sharing" – FT 15 febbraio 2018 <https://www.ft.com/content/a6640e34-1243-11e8-a765-993b2440bd73>). Ogni anno infatti il 10 – 15% dei titoli emessi dai governi dell'Eurozona giunge a scadenza. Secondo l'impianto della proposta, in sede di rifinanziamento, ogni Stato potrebbe pagare un premio assicurativo (concettualmente assimilabile al prezzo di un credit default swap) al capitale del Fondo Salva-Stati per ricevere in cambio la garanzia del Fondo sul debito di nuova emissione nei termini della responsabilità solidale (joint liability) di tutti i paesi dell'Eurozona sul debito assicurato.

L'importo del premio dipenderebbe dall'eccesso di rischio-sovrano di ciascuno Stato rispetto al valore medio dell'area euro. In questo modo, l'ammontare complessivo di rischio del sistema verrebbe gradualmente riallocato tra tutti i paesi membri. L'obbligo di pagamento dei premi assicurativi graverebbe solo sui paesi con un livello di rischio superiore alla media; mentre, quelli meno rischiosi come la Germania, l'Olanda o l'Austria non sarebbero chiamati ad alcun versamento aggiuntivo rispetto a quelli già effettuati al Meccanismo di Stabilità. L'introduzione di una responsabilità solidale sul debito garantito modificherebbe le aspettative degli investitori portandoli a scommettere sulla progressiva sparizione dello spread attraverso nuovi convergenze trades, con conseguente riduzione del prezzo della garanzia richiesto ai paesi rischiosi, anche in un momento di probabile recessione.

Mantenendo lo stesso livello di leva che ha correntemente, l'ESM potrebbe emettere inoltre 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.



3° LIVELLO

FONDI NAZIONALI PER IL SOSTEGNO AGLI INVESTIMENTI NELLE INFRASTRUTTURE

Al paracadute monetario e dell'ESM, infine i governi dovrebbero affiancare un impianto normativo di sostegno agli investimenti, in grado di essere operativo nel momento in cui la recessione aggredirà il PIL e l'occupazione.

Gli strumenti attualmente disponibili sono inadeguati. Alcune indicazioni su come trovare la soluzione vengono dal recente successo dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) in Italia che hanno riconnesso il risparmio all'economia reale e che mostrano, tra l'altro, come il piccolo investitore italiano ha ancora appetito per il rischio in presenza di condizioni ragionevoli di redditività. Non solo. È necessario anche notare il recente record assoluto di liquidità delle famiglie, pari a quasi 1000 miliardi, improduttiva in termini di interessi nei conti correnti nazionali. Il fardello del debito pubblico pesa mediamente su ogni famiglia italiana per quasi 92.000 €; questo peso è il 60% del risparmio che ogni famiglia ha investito in attività finanziarie e il doppio delle disponibilità liquide in termini di depositi. Meno di 3.000 € è poi quanto ogni famiglia versa di tasse allo Stato per pagare gli interessi sulla propria quota di debito pubblico. Il crollo del nostro Prodotto Interno Lordo degli ultimi 5 anni – e la conseguente impennata del rapporto debito/PIL – d'altronde è attribuibile in gran parte alla riduzione degli investimenti. Un ruolo fondamentale assume l'improvvisa scomparsa della mano pubblica nella realizzazione di infrastrutture.

Da qui l'idea: un fondo d'investimento in infrastrutture in grado di sostenere le economie europee durante la fase recessiva globale, ad esempio in Italia funzionale ad approntare un polo logistico strategico come quello portuale e ferroviario nel Sud del nostro Paese che diverrebbe poi operativo e redditizio nella successiva fase di ripresa economica. In questo fondo ogni famiglia potrebbe investire le proprie disponibilità liquide fino al massimo della propria quota del debito

“

L'IDEA: UN FONDO D'INVESTIMENTO IN INFRASTRUTTURE IN GRADO DI SOSTENERE LE ECONOMIE EUROPEE DURANTE LA FASE RECESSIVA GLOBALE, AD ESEMPIO IN ITALIA FUNZIONALE AD APPRONTARE UN POLO LOGISTICO STRATEGICO COME QUELLO PORTUALE E FERROVIARIO NEL SUD DEL NOSTRO PAESE CHE DIVERREBBE POI OPERATIVO E REDDITIZIO NELLA SUCCESSIVA FASE DI RIPRESA ECONOMICA

”

pubblico. Non potrà in altri termini entrare nel fondo disinvestendo altre attività finanziarie come ad esempio i titoli di Stato, così da evitare sgradevoli effetti sullo spread del debito pubblico. Il rendimento base di questo investimento – dato che ha ripagato la propria quota di debito pubblico – potrebbe essere l'abbuono a vita della propria quota di tasse a supporto del pagamento degli interessi. Un beneficio che potrebbe essere trasmesso poi al coniuge stile pensione di reversibilità se il beneficio atteso in termini di vita residua dovesse essere troppo basso per l'investitore più anziano. Inoltre sarebbe previsto un extra-rendimento collegato alla redditività delle infrastrutture. Il fondo in sostanza emetterebbe delle obbligazioni il cui rendimento sarebbe collegato alla capacità di ammodernare e rilanciare il Paese; ovviamente attraverso un'ingegneria finanziaria – opportunamente dosata – lo Stato potrebbe fare anche leva per investire di più creando obbligazioni con profili crescenti di rischio, durata e redditività rispetto al capitale investito in grado di attrarre anche investitori di tipo istituzionale specializzati nel settore.

Naturalmente a supporto del piano sarebbe necessaria una profonda revisione normativa del sistema giuridico che regola gli appalti, la costruzione di grandi infrastrutture e il contenzioso, favorendo un “leveling the playing field” a livello europeo, nella prospettiva di velocizzare quanto più possibile gli iter burocratici che attualmente rallentano il processo di investimento in maniera eccessiva. Dall'investimento privato dei PIR, i Piani Individuali di Risparmio, si passerebbe all'investimento pubblico dei Piani Individuali per l'impiego della Liquidità a supporto dell'abbattimento del debito e del rilancio delle infrastrutture (PILDI). •