

LA STRADA STRETTA DEL DEBITO

di Alessandro Penati

su La Repubblica del 25 aprile 2020

Il vertice Ue si è concluso con un "accordo a lavorare al fine di costituire un fondo per la ricostruzione", che la Germania appoggia a condizione che i fondi erogati siano debiti e non trasferimenti a fondo perduto. Non viene però fornita alcuna indicazione sulla governance (chi e come prende le decisioni di finanziamento, e per quali scopi); le caratteristiche del debito che dovrà finanziarlo (maggiore la durata, più elevato sarà il tasso); e le risorse richieste ai Paesi per garantire i Recovery bond.

A questo punto per l'Italia diventa indispensabile accedere ai 35 miliardi messi a disposizione subito e senza condizionalità dal Mes: la polemica politica nostrana diventa risibile. Varie stime indicano fino a 180 miliardi il disavanzo 2020 da finanziare. Una cifra peraltro incerta: il crollo del Pil, stando ai primi indicatori di aprile, potrebbe essere superiore all'8% mediamente previsto; la ripresa potrebbe tardare e le entrate fiscali cadere più delle attese; e i fondi a copertura delle garanzie statali risultare insufficienti. Al disavanzo vanno poi aggiunti i 200 miliardi di titoli (Bot esclusi) che scadono quest'anno. La Bce ha stanziato 1.300 miliardi tra nuove acquisizioni di titoli di stato e reinvestimenti di quelli in scadenza: per l'Italia, stante il vincolo di allocazione che rimane in vigore, vanno 220 miliardi.

La Bce può quindi finanziare anche un disavanzo superiore, ma non c'è paracadute se il Tesoro avesse difficoltà a rinnovare il debito in scadenza. Per ora non c'è segno di stress ma il rischio esiste: basta che gli investitori stranieri decidano di smobilitare parte dei 730 miliardi di nostro debito detenuto; o che il suo rating, oggi confermato, venga in futuro declassato a spazzatura, provocando la vendita forzata di Btp investiti in strategie passive con il vincolo di investment grade (si stima 100 miliardi), nonostante gli acquisti da parte della Bce siano ora possibili in questo caso. Il deterioramento di 107 miliardi a marzo nella posizione Target 2 dell'Italia, a causa di vendite estere di Btp e minori finanziamenti alle nostre banche, non è incoraggiante. Al punto che nel mercato si sta diffondendo l'aspettativa di un aumento del programma di acquisti della Bce.

Le risorse del Mes aiuterebbero a togliere pressione al Tesoro per le emissioni e a limitare il ricorso alla Bce che, non va dimenticato, compra i nostri titoli a tassi di mercato molto più onerosi di quelli del Mes. Inoltre, il ricorso a questa facilitazione del Mes è condizione necessaria, anche se non sufficiente, per l'acquisto di titoli da parte della Bce oltre il vincolo di allocazione (il cosiddetto Omt). La decisione spetterà alla Bce, e non è scontata, come non lo sono le condizioni. Tuttavia, la sola ipotesi di Omt servirebbe a scoraggiare gli attacchi speculativi. Degli altri interventi, le risorse del Sure prevedono un tetto di 20 miliardi per i principali Paesi, ma sono erogabili a rate del 10% annui. Quanto alla Bei, finanzia progetti di investimento su base competitiva. I prestiti di entrambi, inoltre, sono a fronte di 50 miliardi complessivi di garanzie dai Paesi.

I fondi di Mes, Sure e Bei sono comunque debito che porterà quello italiano al 160% del Pil, rendendo la sua stabilizzazione ancora più ardua. Gli oneri per interessi potrebbero arrivare al 4% del Pil richiedendo, per poter incidere sull'indebitamento, un avanzo primario di una dimensione che l'Italia non è mai stata capace di mantenere in passato. Indice di un handicap di credibilità, difficile da recuperare. Senza contare che il gap dell'8% del prodotto pro capite con la Germania accumulato dall'inizio dell'euro è destinato ad ampliarsi, rendendo l'aggiustamento più difficile.

Evidente l'utilità dei Recovery bond anche da un punto di vista finanziario: se sufficientemente a lunga durata, basso interesse, e per ammontari adeguati, aiuterebbero la sostenibilità del debito, permettendo al Tesoro di rifinanziare a un costo minore, consolidandolo, il debito accumulato nei prossimi mesi di emergenza. Che si eviti una crisi del debito italiano è anche nell'interesse di tutta l'Eurozona. Contare in quel caso su di una ristrutturazione di un debito da 2.600 miliardi, o su di una mega patrimoniale risolutiva, senza un'uscita dall'euro, come da molti parti implicitamente si crede, è perlomeno irrealistico perché l'effetto ricchezza sarebbe devastante e socialmente insostenibile, perché causerebbe il crollo del sistema bancario e perché, alla luce dell'esperienza storica, è materialmente impraticabile viste le dimensioni del nostro debito. Così i Paesi dell'Eurozona si troverebbero di fronte al bivio di una Italexit disordinata, con possibile implosione della moneta unica, o di una monetizzazione perpetua del debito italiano, con la Bce emula della Banca del Giappone, cioè quel che oggi per la Germania è anatema.