

NON CHIEDERE ALLA BCE CIÒ CHE PUÒ FARE IL MES

di **Stefano Micossi**
— a pagina 3

CHI DEVE FARSI GARANTE

SBAGLIATO CHIEDERE A BCE CIÒ CHE PUÒ FARE IL MES

di **Stefano Micossi**

La estemporanea dichiarazione del presidente del Parlamento europeo Sassoli sulla cancellazione dei debiti sovrani Ue contratti per la pandemia resterà come esempio esimio delle cose che il capo di una istituzione europea non può fare, perché configura una incursione pesante nelle politiche finanziarie dei Paesi membri e del Consiglio e perché può spaventare gli investitori. Cancellare i debiti è un atto da economia di guerra; il beneficio per i debitori implica costi drammatici per i creditori e per il sistema finanziario, traducendosi alla fine nella distruzione del risparmio delle famiglie.

Ciò detto, una discussione sulla gestione comune dei debiti sovrani post-pandemia è certamente necessaria. Infatti, è evidente che se si cercasse di ripercorrere la strada seguita dopo le crisi finanziarie di chiedere a ciascun paese di rientrare dal suo debito con aggiustamenti restrittivi dei bilanci nazionali, il costo per la crescita e la coesione sociale potrebbe compromettere la stessa sostenibilità politica e sociale dell'eurozona e dell'Unione europea. Il timore che quegli aggiustamenti potranno a un certo punto rendersi necessari costituisce già oggi un importante fattore di incertezza e di freno degli investimenti. Dunque, una strada per rassicurare investitori e mercati che i debiti sovrani che stiamo accumu-

lando non distruggeranno poi le nostre economie con gli oneri di rimborso andrà trovata.

La soluzione quasi naturale alla quale molti stanno guardando è di lasciare quei debiti nel bilancio del sistema europeo delle banche centrali, dove stanno affluendo a seguito degli acquisti di quantitative easing. In pratica, i titoli detenuti dalle banche centrali dovrebbero essere rinnovati alla scadenza, trasformandoli di fatto in titoli irredimibili.

Tuttavia, se al momento la Bce è pronta a rinnovare quei titoli alla scadenza, tale comportamento è giustificato da pure considerazioni di politica monetaria – che giustificano la liquidità abbondante in funzione dell'obiettivo di stimolo dell'inflazione. Il Consiglio direttivo non potrebbe decidere di rinnovare quei titoli sovrani per ragioni diverse, di tipo fiscale; oltre all'opposizione di molti membri del Consiglio direttivo, lo impedirebbe lo statuto della Bce.

D'altronde, come si è detto, l'esigenza di evitare il rimborso dei debiti sovrani contratti per la pandemia resta come esigenza collettiva, perché gli oneri del rimborso non saranno semplicemente compatibili con il fragile stato delle nostre economie dopo la crisi. Il problema non è intrattabile: è possibile utilizzare il merito di credito delle istituzioni comuni per allungare le scadenze e ridurre il rischio dei debiti sovrani.

Quel che non può fare la Bce probabilmente lo potrebbe fare il Meccanismo europeo di stabilità (Mes). Anche in questo caso si dovrebbe mutarne lo statuto, ma tale mutamento porterebbe a una desiderabile estensione dei suoi compiti nella direzione di una istituzione fiscale comune. Ne uscirebbe rafforzata anche l'indipendenza della Bce, il cui bilancio sarebbe meno irrigidito dai debiti sovrani.

La proposta è di fare acquistare i titoli sovrani detenuti dalla Bce al Mes, man mano che la Bce deciderà di non rinnovarli per ragioni di politica monetaria – ma lasciando il rischio di default, come avviene adesso, sulle spalle delle banche centrali nazionali. Gli acquisti sarebbero finanziati dal Mes emettendo sue passività in euro; i titoli sovrani nel suo attivo sarebbero rinnovati alla scadenza, tenendoli di fatto fuori dal mercato. Le passività del Mes avrebbero tutte le caratteristiche di un'attività sicura, rafforzando il ruolo dell'euro come moneta di riserva.

L'emergere delle passività del Mes come titolo 'sicuro' europeo offrirebbe uno strumento di diversificazione dei portafogli di titoli sovrani delle banche e probabilmente contribuirebbe anche ad alleviare l'eccesso di domanda per il Bund tedesco, lasciandone salire il rendimento in territorio positivo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



**IL TASSO
DEL BUND**
Il rendimento
del decennale è
prova di strutturale
eccesso
di domanda