

Tempi maturi per un debito sovrano UE

di Franco Bassanini e Edoardo Reviglio

Lo stato delle finanze pubbliche è preoccupante in tutta Europa. Il debito pubblico dei Paesi UE raggiungerà il 100% nel 2014, con Francia, Germania e Regno Unito intorno al 90% (stime FMI). Nel breve periodo, sui bilanci pubblici hanno gravato i costi degli interventi di sostegno al settore finanziario e a quelli industriali e l'effetto negativo della recessione (nella quale il coefficiente di elasticità delle imposte gioca in senso negativo). Nel medio periodo, la situazione non migliorerà di molto. I crescenti costi del Welfare, in una società che invecchia, contribuiranno ad appesantire ancor di più i saldi di finanza pubblica dei paesi europei. Consistenti tagli di spesa in altri settori sono possibili, ma politicamente difficili. Una forte ripresa dell'inflazione potrebbe ridimensionare i debiti pubblici, ma la BCE cercherà opportunamente di arginarla. Che fare, dunque?

Un contributo può venire dalla crescita, ma per ripartire con tassi di incremento significativi essa avrebbe bisogno, in Europa, di forti stimoli. Come in USA, in Cina e altrove, si potrebbe far leva su grandi progetti infrastrutturali e ambientali. L'Europa ne ha bisogno: secondo la Commissione europea, per realizzare gli obiettivi del 20/20/20 e dei TENs saranno necessari 3.000 miliardi (2,500 nell'energia e 500 nei trasporti). Per non parlare della ricerca, delle TLC (NGN), delle biotecnologie.

Per finanziarli, una strada percorribile, già proposta un anno fa da Giulio Tremonti, è stata da lui rilanciata nell'Ecofin di Goteborg. Finanziare i grandi investimenti strategici europei (almeno quelli cosiddetti "caldi") mediante capitali privati (e capitali pubblici provenienti dai Paesi che dispongono di capitali in eccesso).

Come? Attivando grandi collettori di risparmio privato europeo (come la BEI, la KfW, le Casse depositi e prestiti francese e italiana e altri investitori di lungo termine); ed emettendo nuovi strumenti finanziari, come i Single Project Bonds e gli Eurobonds, in grado di attirare capitali dal resto del mondo. Da una parte, si tratta di indirizzare verso investimenti virtuosi l'ingente risparmio delle famiglie dell'Europa continentale. Dall'altro di sfruttare meglio il potenziale di indebitamento europeo.

L'Euro è una moneta forte e il Patto di Stabilità e di Crescita ha dato in questo senso risultati importanti. È arrivato il momento di incassare questo "dividendo di credibilità" e di spenderlo per la crescita.

Tra gli strumenti suscettibili di incontrare il favore dei risparmiatori e degli investitori, pensiamo *in primis* a quelli emessi o sponsorizzati dalla c.d. "Supercassa Europea". Le grandi banche di sviluppo europee (BEI, KfW, CDC, CDP) hanno quest'anno fondato una Federazione degli investitori di lungo termine; e stanno per lanciare insieme un fondo equity istituzionale per finanziare grandi progetti europei nel settore delle infrastrutture di trasporto ed energetiche, dell'ambiente e delle energie rinnovabili (il Fondo "Marguerite", prototipo di una "famiglia" di grandi fondi europei per la crescita). Esse sono anche pronte ad unire le loro forze sul fronte del debito e degli schemi di garanzia.

Tra gli strumenti di debito pensiamo ai "Single Project Bonds UE", titoli emessi dai singoli progetti, ma sponsorizzati dalla Supercassa Europea. Lo sponsor offrirebbe tutta la sua reputazione e competenza tecnica per "montare" i progetti di PPP; e offrirebbe anche una garanzia *monoline* al titolo, consentendogli di avere un rating AAA (con minor costo del debito e maggiore attrattiva per i risparmiatori). Per la parte dell'investimento non coperta dai Project Bonds si potrebbe far ricorso al mercato bancario. Così i Single Project Bonds: a) non peserebbero sui bilanci pubblici nazionali, ma neanche molto sui bilanci delle Casse (giusto il costo delle garanzie); b) favorirebbero temporalità estese, che il mercato da solo non è disposto a garantire; c) sarebbero strumenti "conformi al mercato", come tali ben accolti dagli operatori privati; d) non avrebbero effetti di spiazzamento, poiché parte del debito viene lasciata al mercato bancario.

Sarebbero la variante europea dei "Save America Project Bonds", previsti dal Piano di rilancio di Obama.

A differenza dei Projects Bonds, gli Eurobonds sono veri e propri titoli di debito "sovrano" europeo. Proposti da Delors, riproposti da Tremonti, hanno incontrato forti resistenze. Ma i tempi stanno cambiando. I debiti pubblici dei paesi europei stanno convergendo verso l'alto. Diventa più difficile presentare gli eurobonds come uno strumento "asimmetrico", col quale i Paesi più indebitati scaricano il loro debito sulle spalle dei Paesi più virtuosi.

In più, se usati per finanziare solo investimenti strategici dell'Agenda di Lisbona (e per lo più investimenti "caldi"), gli Eurobonds si ripagherebbero da sé (in tutto o in gran parte), non pesando sulle generazioni future.

Nel 2014, secondo le stime del FMI, il rapporto debito pubblico/Pil dei paesi del G-20 supererà il 100%. Ma non crescerà in modo uniforme. Nei paesi avanzati l'indebitamento sarà molto alto (nella media sopra il 100%), nei paesi emergenti resterà basso (intorno al 40%). Assisteremo a grandi flussi di risparmio da paesi a basso debito a paesi ad alto debito, tanto più che i tassi di crescita dei paesi emergenti saranno tre volte superiori a quelli dei paesi avanzati.

Quando la nuova borghesia cinese, indiana, russa, o brasiliana incomincerà a comprare titoli occidentali, crescerà la concorrenza tra dollaro ed euro. Cina e Giappone, che oggi possiedono insieme il 50% del debito americano, decideranno di diversificare. Avremo, forse, un riequilibrio del risparmio e delle riserve mondiali su più monete forti. Se l'Europa giocherà bene le sue carte, dentro al G-20 non ci sarà un G-2, ma un G-3 (Usa, Cina, Europa).

I tempi sembrano perciò maturi per la creazione di un debito sovrano europeo.

Per finanziare la crescita; ma anche per contribuire alla stabilizzazione del mercato monetario e finanziario globale. E per rafforzare l'unione politica e forzare l'Europa a parlare con una "sola voce", nella nuova Bretton Woods.

Come diceva un grande giurista, Salvatore Pugliatti, "la proprietà obbliga": chi ha un debito in comune è più unito; chi possiede il tuo debito possiede anche una parte delle tue scelte.