

L'INTERVENTO

Vi spiego perché
lo scudo anti-spread
non serve al Paese

RENATO BRUNETTA

Caro direttore, non vi è alcun "rischio spread" relativo allo specifico caso italiano. - PAGINA 7

L'INTERVENTO

Non ci servono scudi anti-spread il Paese cresce con Pnrr e riforme

Scenario lontano dalla crisi del debito: l'economia è solida e non c'è un "caso Italia" la Bce diventi la banca della nuova Europa, non siamo più divisi tra formiche e cicale

RENATO BRUNETTA

MINISTRO PER LA
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE

Il governo rispetta gli impegni: parlare di Paesi a rischio è un segno di integrazione incompiuta

Strumenti finanziari comuni per investire nell'indipendenza energetica e costruire una nuova Europa

Il rialzo dei tassi è necessario ma non basta inflazione diversa da quella americana

RENATO BRUNETTA

Caro direttore, ci ricordava Ivan Pavlov che «gli uomini tendono ad essere più facilmente influenzati dalle parole che dai fatti reali della realtà circostante». È quel che sta succedendo nel dibattito sulle mosse della Bce. Al cambio di direzione della politica monetaria, si sono allargati gli spread e si è aperto un confronto sui possibili scudi contro la frammentazione. Ma evocare questi strumenti significa far materializzare i rischi

che dovrebbero combattere, usando pavlovianamente lo stesso vecchio schema narrativo, le stesse vecchie parole, in un contesto economico-politico totalmente diverso da undici anni fa, con la famigerata crisi dei debiti sovrani. Il pericolo è quello di riesumare le miopie egoistiche del passato, per esempio la proposta di introdurre un sistema di ponderazione per il rischio Paese del rating da applicare ai titoli sovrani detenuti dagli istituti di credito nei loro portafogli.

Proposte al tempo evocate dai falchi del Nord, che sull'Italia produrrebbero un doppio effetto stigma: quello esterno prodotto dal rating dei mercati e quello interno imposto dalle istituzioni dell'Ue. Una retromarcia che ignorerebbe il Next Generation Eu, con il conseguente impegno dell'Italia alla responsabilità fiscale e alle riforme, il disegno di un Ngeu 2 presente sin dal Consiglio europeo informale di Versailles, la Conferenza sul futuro dell'Europa, i vigorosi discorsi di Macron e Draghi con la richiesta di modifica dei Trattati, la riforma delle regole di bilancio annunciata dal Commissario Paolo Gentiloni. In sintesi, la fase costituente che stiamo vivendo per la nuova Unione.

Per fare chiarezza, è bene ricordare quanto accaduto nel 2011. Allora avevo detto e lungamente scritto, inascoltato, che la crisi dei debiti sovrani dell'area euro era in larga par-

te una speculazione per minare la credibilità del nostro Paese, che poco aveva a che fare con i suoi fondamentali economici; che le politiche di austerità non servivano a risolvere il problema, perché gli avanzi di bilancio risultanti determinavano deflazione nell'eurozona, complicando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria; che la soluzione andava cercata risolvendo l'architettura imperfetta nella costruzione della moneta unica con un'adeguata politica di bilancio europea, piuttosto che nel paternalismo calvinista.

A distanza di anni le cose sono, per fortuna, decisamente cambiate. Tuttavia, al primo vero cambio di direzione di politica monetaria dopo il whatever it takes di Mario Draghi, rischiamo di ripetere gli stessi errori, con di nuovo lo spettro della frammentazione e dei "rischi Paese".

Ma la miglior dimostrazione del fatto che non esistano rischi di questo tipo, se non nelle speculazioni dei mercati, è fornita inequivocabilmente



Superficie 89 %

dall'osservazione dei dati, i "fatti reali" di Pavlov. Guardando i trend dei rendimenti sovrani relativi ai principali titoli di Stato dell'ultimo decennio, possiamo notare come tutti stiano seguendo lo stesso andamento rialzista, avviato all'inizio del 2022, a seguito degli shock inflazionistici determinati prima dalla pandemia e poi dalla guerra. Sovrapponendo gli andamenti storici dei titoli americani, francesi, tedeschi e spagnoli, notiamo immediatamente un trend dei rendimenti del tutto simile a quello dei Btp, in particolare per le scadenze a 10 anni. Che cosa vuol dire tutto ciò? Significa che non vi è alcun "rischio spread" relativo allo specifico caso italiano. È vero, lo spread tra i nostri Btp e i bund tedeschi è aumentato negli scorsi giorni, ma proprio per questo si tratta di un differenziale ingiustificato, come sostiene il governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, se si considera che i fondamentali macroeconomici italiani sono tutti positivi (e migliori di quelli tedeschi, in termini di crescita). La stessa inflazione, certamente un problema serio in questo momento storico, ha comunque effetti benefici sul debito, come ricorda Francesco Giavazzi, poiché contribuisce a far crescere il Pil nominale e, di conseguenza, a ridurre significativamente il rapporto debito/Pil.

Inoltre, il combinato disposto dell'aver un Governo forte che sta facendo, nel rispetto dei tempi previsti, tutte le riforme del Pnrr, che negli anni erano state sollecitate nelle Country Specific Recommendations della Commissione europea, e un'economia che cresce a tassi superiori a quelli degli anni passati, produce un impulso sul potenziale di crescita, e sulla credibilità del Paese. Tutto questo, insieme all'impegno del Governo di mantenere sotto controllo la spesa corrente, contribuisce a rendere sostenibile il debito pubblico.

Perché, allora, il mercato sta gonfiando gli spread periferici dell'area euro, e come può fare la Bce ad evitare di restare prigioniera di questo gioco al ribasso che ha caratterizzato in passato l'Europa dell'austerità e del debito interpretato sempre e comunque come colpa?

Innanzitutto, se confrontiamo i dati dell'inflazione americana con quelli europei è facile osservare che le concause del fenomeno sono diverse. Gli Stati Uniti stanno affrontando un'inflazione prevalentemente indotta da un eccesso di domanda, e solo in parte dovuta alla rigidità delle catene di approvvigionamento globali. Inoltre, l'enorme massa di moneta immessa dalla Fed e gli interventi di bilancio senza precedenti per sostenere e stimolare l'economia americana danneggiata dalla pandemia, adottati dalle amministrazioni Trump e Biden, hanno creato un policy mix ultra-espansivo, che si è riversato tutto sul versante della domanda. Alzare i tassi in chiave anti-inflattiva in questo contesto, come sta facendo la Federal Reserve americana, è evidentemente la scelta corretta.

In Europa, di converso, il surriscaldamento dei prezzi è dovuto quasi esclusivamente a uno shock da offerta, sulla spinta dei rincari dei prezzi di energia e grano come effetto della guerra. Ne consegue che, a fronte di un indice armonizzato dei prezzi al consumo che nell'eurozona è salito, lo scorso maggio, al nuovo massimo storico dell'8,1% su base annua, la core inflation, cioè l'inflazione misurata al netto della componente energetica e alimentare, è salita al +3,8%, un livello ben inferiore.

Dunque, anche se Fed e Bce hanno certamente un obiettivo comune da combattere, quello dell'alta inflazione, le stesse banche centrali fronteggiano diverse cause del problema e dunque dovrebbero utilizzare soluzioni adattate ai diversi contesti. Correttamente, la Bce sta gradualmente normalizzando i tassi di interesse in chiave anti-inflattiva, e sta reinvestendo tutti i titoli in scadenza nel suo portafoglio, mantenendo invariata la dimensione del suo bilancio (mentre la Fed sta riducendo anche questo strumento).

Occorre, inoltre, che la comunicazione istituzionale della Bce e della sua governatrice chiariscano come i due strumenti oggi a disposizione della Banca, il tasso di interesse e il bilancio (attraverso la gestione degli acquisti di titoli), non

sono le due punte della stessa arma, ma servono due obiettivi diversi, tra loro complementari. Il tasso (al rialzo) tiene sotto controllo l'inflazione, sia pure in maniera imperfetta, data la natura da shock di offerta del fenomeno in Europa; il bilancio, con i suoi periodici acquisti di titoli per rinnovare quelli in scadenza, si assicura che il meccanismo di trasmissione di questa politica monetaria sia omogeneo nell'area euro, mantenendo i necessari margini di flessibilità (anche rispetto alla possibilità di riprendere in maniera mirata gli acquisti) a questo scopo.

Più in generale, considerate le cause dell'aumento dei prezzi nell'eurozona, è evidente che la politica monetaria da sola non basta. Anche la politica di bilancio deve fare la sua parte. Rendersi indipendenti dal punto di vista energetico nel breve periodo, con una guerra in corso che nessuno sa ancora dire quando finirà, richiede ingenti investimenti che nessuno Stato può affrontare da solo con risorse dai bilanci nazionali. Occorre indebitarsi con strumenti europei, quali un Ngeu 2 finanziato con eurobond. Il primo passo della Commissione europea, con la strategia di RePowerEU finanziata con la quota residua di 200 miliardi dei prestiti non utilizzati in Ngeu, va nella giusta direzione, ma non basta.

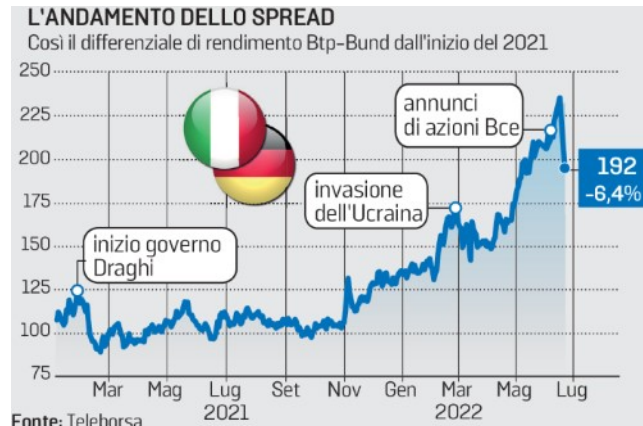
Con strumenti finanziari comuni emessi per investire in beni pubblici europei, come l'indipendenza e la transizione energetica, insieme al rispetto da parte dei Governi di una politica di bilancio attenta a mantenere sotto controllo deficit e debito nazionali, si annullerebbe, per definizione, il rischio frammentazione causato dal divaricarsi degli spread sovrani, assicurando, in questo modo, una corretta trasmissione della politica monetaria all'economia reale, e disegnando una nuova architettura economica dell'Unione, che la metta in grado di affrontare le sfide del mondo che cambia. La duplice condizione per mettere in piedi strumenti comuni è la piena implementazione dei Pnrr e una politica di bilancio prudente dei Paesi con minore margine di manovra. Sono esattamente gli impegni

del Governo Draghi.

La Bce, allora, deve compiere un salto culturale che la porti a diventare la banca centrale di questa nuova Europa. Non più il continente dell'eterno conflitto tra formiche e cicale, dei "compiti a casa", del "sangue, sudore e lacrime", ma l'Unione reale fiorita dopo la pandemia e forgiatasi drammaticamente durante la guerra, fondata sul nuovo paradigma della crescita, della ricostruzione e degli investimenti. Altro che improbabili scudi e continui riferimenti al pericolo frammentazione e ai "rischi Paese", segnaletica, essi sì, di un'integrazione incompiuta.

Ma ci deve essere un punto in comune tra ieri e oggi: il whatever it takes. Nel 2012 è stato uno straordinario strumento difensivo messo coraggiosamente in campo da Draghi per salvare l'euro. Oggi, a dieci anni di distanza, potrebbe essere, in parallelo alla nuova strategia della Bce, il veicolo generativo per fare dell'euro la moneta di un'Europa della crescita e della coesione. —

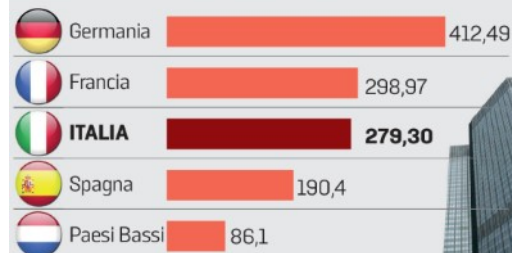
© RIPRODUZIONE RISERVATA



IL PROGRAMMA PEPP

Nato per contrastare gli effetti economici della pandemia: i 5 Paesi da cui la Bce ha comprato più titoli

ACQUISTI NETTI FINO A MAGGIO 2022 (miliardi di euro)



Giugno 2022
Il Pepp chiude, ma la Bce compra coi fondi rimborsati fino al 2024

Fonte: Bce



Renato Brunetta, 72 anni, esponente di Forza Italia, è ministro per la Pubblica amministrazione del governo Draghi. In precedenza era stato ministro dell'Innovazione e della Funzione pubblica dal 2008 al 2011 nell'ultimo governo guidato da Silvio Berlusconi.