

In questo articolo offriamo una replica ai [commenti del Professor Perotti del 22 giugno scorso](#) sulla nostra proposta di mutualizzazione dei rischi sovrani dell'Eurozona (di seguito la Proposta) basata sulla riforma del Fondo Salva-Stati, anche noto come Meccanismo Europeo di Stabilità (MES).

L'occasione è propizia per rispondere – data la notevole sovrapposizione di argomenti – anche ad alcune ulteriori critiche provenienti da altri esponenti del mondo accademico. Non rispondiamo invece a reazioni faziose che esulano da un dibattito scientifico ed accademico. Ci spiace infatti che una stimata professionista come la dottoressa Gabanelli sia stata attaccata anche personalmente per criticare la Proposta.

Articoliamo la replica in 4 paragrafi che contengono considerazioni di carattere generale ed in commenti più specifici focalizzati su parti dell'articolo di Perotti che, per comodità di lettura, vengono riportati con testo a fronte e suddivisi in sezioni. In tali sezioni, laddove di supporto e per evidenti motivi di sintesi, le considerazioni generali vengono richiamate attraverso il riferimento al paragrafo.

Resilienza dell'Euro

La nostra replica parte da una considerazione di carattere generale: l'**Eurozona** soffre di **fragilità architettoniche endogene** che ne fanno un'unione monetaria non ottimale, congiunta ad una mancata “unione fiscale” unita solo nei vincoli ma non negli obiettivi (un unicum a nostra conoscenza nell'intera storia economica!). Inoltre, nel tempo, complice la crisi finanziaria globale, ulteriori criticità si sono aggiunte provocando crescenti squilibri tra gli Stati membri. Prima fra tutte la **segregazione dei rischi** portata avanti dai paesi *core* nei confronti della periferia unitamente a una rigida disciplina fiscale che ha avuto serie ripercussioni pro-cicliche su economie già in difficoltà.

Oggi la congiuntura Europea ed italiana è per certi versi migliorata, ma il nostro Paese e, più in generale l'Eurozona, rimangono estremamente vulnerabili alle reazioni dei mercati (come non è in tutti i paesi che esercitano sovranità monetaria e fiscale, come USA e Giappone ma anche il più piccolo Regno Unito) e ai persistenti squilibri che mettono a repentaglio la sostenibilità della nostra area valutaria. Ricordiamo qui i due più evidenti (e imparentati): lo *spread* e i saldi *Target 2*.

Lo *spread*, cioè il differenziale di rendimento tra i titoli governativi dei Paesi del blocco euro, riflette una differenza di rischiosità di cui siamo ben consapevoli. Al di là di facili e obsoleti stereotipi basati sui cronici vizi del popolo italiano, è necessario indagare quali sono le cause della maggiore rischiosità del debito pubblico italiano considerando che per molti anni l'Italia non ha pagato *spread* pur con un rapporto debito-PIL superiore al 100% (tali considerazioni si applicano anche ad altri paesi europei). Se però hai la sventura di **essere discriminato non solo** a causa di shock esogeni (anche quando una banca porta un titolo del tuo debito pubblico come collaterale in BCE per rifinanziarsi), allora diventi ostaggio dei mercati finanziari, perché i rischi non sono condivisi a livello dell'area euro. E chi ti discrimina può anche arrivare a rinnegarti facilmente: o pretende un premio al rischio esorbitante o ti abbandona per rifugiarsi altrove, ad esempio nel Bund. Questi fattori hanno portato i Bund a diventare il *safe asset* dell'Eurozona dando luogo ad un'anomalia tutta Europea: il nozionale in essere dei titoli di Stato tedeschi è sottodimensionato rispetto alle esigenze del sistema economico-finanziario dell'UME, il che ha determinato una strutturale scarsità di *safe assets* e il connesso fenomeno dei tassi negativi su larga parte della *term structure* tedesca. Tale situazione difficilmente cambierebbe con l'introduzione degli *ESBies* o di altre soluzioni che escludono una *vera* condivisione dei rischi (*risk-sharing*) sovrani tra gli Stati dell'Eurozona.

C'è di più: lo *spread* e la connessa discriminazione aumentano non solo i *funding cost* del settore pubblico ma anche e inevitabilmente quelli del settore privato finanziario (banche) e non (imprese) e portano ad

affrontare la perdita di competitività attraverso la svalutazione interna del lavoro e dello stesso capitale (taglio agli investimenti) con conseguente riduzione delle prospettive di crescita ed il benessere.

Queste dinamiche alimentano un crollo della fiducia nei confronti dei Paesi della periferia che si esprime nella fuga all'estero dei capitali (oltre che della forza-lavoro in cerca di occupazione). Numerosi [studi sull'evoluzione dei saldi Target 2](#) hanno evidenziato una stretta correlazione tra il massiccio aumento del disavanzo di alcuni Paesi (Italia *in primis*) e la fuga dei capitali verso l'Europa centro-settentrionale. L'ultima rilevazione fotografa perfettamente il fenomeno: il surplus Target 2 della Germania si avvicina ormai al record di 1.000 miliardi di euro, quello del Lussemburgo supera i 200 miliardi, quello dell'Olanda i 110, mentre Italia, Spagna e Francia (per citare solo i maggiori) hanno deficit superiori rispettivamente a 460, 390 e 80 miliardi di euro.

Le critiche di Perotti si concentrano specialmente sui costi e i rischi della nostra proposta per il contribuente tedesco e sui presunti incentivi al default dell'Italia in un contesto di mutualizzazione dei rischi, ma NON considerano gli elevati rischi della situazione attuale per l'Italia, la Germania e l'Eurozona di cui gli squilibri dei saldi Target 2 sono espressione.

Primo, noi siamo un po' a disagio con espressioni come "il contribuente tedesco", o ugualmente quello "italiano"; se io sono un individuo che ha, diciamo, un ristorante indebitato, e per usare l'esempio di Perotti, vivo nello stesso condominio della Virtuosa Angela e per garantire il debito metto a collaterale l'appartamento di Angela, il punto è dirimente. Vero! Ma sappiamo che non c'è isomorfismo micro-macro: è fuorviante considerare gli stati come individui o come famiglie. Uno Stato può garantire emettendo dei "pagherò" che se credibili non hanno nessun effetto sul reddito dei contribuenti. La collateralizzazione ridurrà il rischio complessivo senza nessun effetto sul reddito degli stessi cittadini tedeschi (o probabilmente con un effetto *positivo*, se gli "italiani" devono tirare meno la cinghia e comprano anche più prodotti tedeschi).

Secondo, un *default* incontrollato dell'Italia avrebbe effetti devastanti non solo sul sistema finanziario europeo, ma mondiale. Nessuno, *in the right state of mind* ha interesse a spingere l'Italia in quell'angolo.

Circolano però proposte preoccupanti specialmente nel Nord-Europa miranti alla collateralizzazione *nazionale* dei deficit Target2, o a una loro liquidazione periodica, sino a suggerire alla BCE di bloccare nuovi crediti Target2 alle banche centrali nazionali che presentano elevati saldi negativi.

Molti in Europa si ostinano ad ignorare questo preoccupante stato dell'arte. In questa situazione abbiamo elaborato una proposta di graduale revisione dell'Eurozona il cui fine ultimo è la sostenibilità di lungo periodo della moneta unica da parte di tutti gli Stati membri. La nostra è una proposta europeista, che mira ad una maggiore integrazione finanziaria e fiscale dei paesi dell'area euro. Ed è sempre per questo motivo che siamo convinti che un'analisi critica della Proposta non possa prescindere da una **statica comparata rispetto alla situazione attuale**.

L'Eurozona tira avanti perpetuando modalità di funzionamento essenzialmente autolesioniste, basate sul fatto che diversi governi nazionali sono chiamati a enormi sforzi e vincoli fiscali collegati alla rinuncia alla sovranità monetaria richiesta dalla moneta unica. Autorevoli esperti della materia, come Paul De Grauwe, sottolineano che **il debito degli Stati dell'area euro è di fatto un debito in valuta estera** il che – unitamente a soglie decise arbitrariamente più di 20 anni fa (come dice Alan Kirman, perchè 3%, perchè non Pi greco, oppure "e" oppure la costante di Planck?!?) – crea pesanti condizionamenti all'attività di gestione del debito pubblico. [Per usare le parole dell'economista tedesco Peter Bofinger](#), l'appartenenza all'Eurozona comporta uno specifico rischio di insolvenza: gli Stati dipendono dai mercati per le proprie esigenze di finanziamento e la pressante difficoltà di contenimento dei costi del debito si riverbera sull'economie che si ritrovano pressoché strutturalmente afflitte da un *deflationary bias*. Le conseguenze sono sotto gli occhi di

tutti, comprese quelle sui recenti orientamenti della leadership politica in molti paesi del blocco Euro, ma anche l'antagonismo crescente tra le nazioni che rischia di sfociare in un'implosione dell'unione monetaria stessa con gravi ripercussioni per tutti e del fallimento del progetto europeo.

Si noti che oggi gli Stati-membri possono sempre ridenominare in una nuova valuta nazionale il proprio debito pubblico governato dal diritto domestico con una perdita netta per i Paesi creditori (fatti salvi i problemi che potrebbero sorgere sulla quota di questo debito che incorpora le CAC ed i connessi rischi di contenzioso coi creditori). Su questo punto è stato infatti evidenziato in [recenti ricerche](#) che si tratta di un'opzione oramai di dubbia convenienza. E poi si tenga presente che tra qualche mese la BCE chiuderà i rubinetti del QE.

Il *casus belli* potrebbe essere una qualsivoglia determinazione di un paese membro nel senso di un gioco non cooperativo. Un'uscita unilaterale con ridenominazione del debito da parte dell'Italia, ad esempio, ma non solo. Se la spada di Damocle che incombe su Italia e Grecia è l'elevato rapporto debito-PIL, i 956 miliardi di crediti *Target 2* lo sono per la Germania. A marzo, 10 giorni dopo l'esito del voto italiano, la *business school* ESMT di Berlino ha ospitato una conferenza intitolata: «[L'euro è sostenibile – e altrimenti?](#)» in cui esperti internazionali si sono interrogati sul medesimo tema a cui la nostra proposta cerca di rispondere. Tema non nuovo – [Alan Greenspan aveva preconizzato l'insostenibilità dell'euro già nel 1997](#) – ma tornato di attualità negli ultimi tempi. In quella conferenza Clemens Fuest, presidente dell'istituto di ricerca economica tedesco IFO, ha suggerito la necessità di una **clausola di uscita dall'euro**. E per quanto le sue parole siano estremamente rassicuranti, non si può sempre lasciare al Presidente della BCE il compito di placare gli animi (e i mercati) ricordando l'irreversibilità dell'euro. [In un recente intervento Draghi](#) ha proposto l'istituzione di «*uno strumento fiscale aggiuntivo per mantenere la convergenza durante larghi shock, senza dover sovraccaricare la politica monetaria*». Sono i paesi membri, tutti, a doversi impegnare per rendere l'euro irreversibile e per portare avanti il progetto d'integrazione europea. L'alternativa è la mortificazione dell'Eurozona a un sistema di cambi fissi destinato prima o poi a rompersi come insegnano noti precedenti storici.

Incentivi e Penalità

Perotti sostiene (in grassetto) che la nostra Proposta **ignora** il problema del rischio morale (*moral hazard*). Secondo noi, invece, è disegnata per contenerlo, prendendo atto dei non minori problemi di un mantenimento dello *status quo* e offrendo una via d'uscita all'attuale impasse. La Proposta, propone di minimizzare il rischio di *moral hazard* attraverso una riforma che prevede diritti e doveri vincolanti per tutti i paesi coinvolti.

La teoria dei contratti associa notoriamente il *moral hazard* a situazioni in cui si verifica un'azione nascosta (*hidden action*). Con riferimento alla Proposta, secondo Perotti, tale azione sarebbe un aumento del debito pubblico o addirittura un default volontario deciso unilateralmente dall'Italia dopo aver ottenuto la condivisione dei rischi. Tralasciando il pericolo di default derivante dall'insostenibilità dell'attuale architettura dell'Eurozona di cui si è detto sopra, osserviamo che la nostra proposta prevede uno schema di incentivi e penalità finalizzati a minimizzare condotte opportunistiche da parte dei paesi rischiosi (secondo alcuni di noi anche troppo!).

I punti salienti di tale schema sono:

1. il **divieto di ridenominazione del debito coperto dalla garanzia del MES**: i vantaggi di una *exit non cooperativa* da parte di un paese come l'Italia sono ridimensionati dalla trasformazione automatica del

debito pubblico in un debito in valuta estera (l'euro) peraltro molto più costosa della nuova valuta nazionale;

2. il **limite all'incremento dello stock di debito pubblico** rispetto a quello iniziale: ogni anno ciascun paese non può fare più deficit di quello consentito dalle regole del *Fiscal Compact* più l'importo dei premi assicurativi da pagare al MES. Decade quindi automaticamente l'argomento della *hidden action* con riferimento all'aumento incontrollato del debito;
3. la **perdita dei premi** pagati sino al momento del default 'opportunistico' da parte di un ipotetico Stato-canaglia;
4. l'**incentivo alla scelta di strategie cooperative** riveniente dalla **convergenza ad un'unica struttura a termine dei tassi di interesse** per tutti gli Stati membri, dalla eliminazione dello *spread* e dei connessi rischi di attacchi speculativi;
5. i paesi hanno incentivi a pagare i premi al MES perché permetteranno di far ripartire l'economia nazionale grazie al **volano degli investimenti finanziati dal MES**;
6. il **vincolo di subordinazione** – durante la fase transitoria di graduale condivisione dei rischi sovrani – del debito non garantito rispetto a quello garantito dal MES: questo vincolo rappresenta infatti un cuscinetto di protezione a tutela del Meccanismo di Stabilità rispetto al suo ruolo di garante.

Il tutto senza contare il ruolo fondamentale della **disciplina imposta dai mercati finanziari**: anche ammettendo che uno Stato membro volesse approfittare della garanzia del MES per fare default, resterebbe il deterrente della consapevolezza che gli investitori non esiterebbero a precludergli per lungo tempo l'accesso al mercato dei capitali e a riservargli un penoso *come-back* a costi di indebitamento proibitivi.

Interpretazioni semplicistiche.

I commenti di Perotti apparsi su *LaVoce.info* sono fondati sulla descrizione semplificata della nostra proposta che assume un'Eurozona a soli due paesi: Italia e Germania. L'ipotesi di un'Eurozona a due permette delle speculazioni (vedasi già il titolo del suo articolo: «**Ma i tedeschi non sono masochisti**») favorite anche da una **confusione** fra l'architettura attuale del Fondo Salva-Stati e quella riformata secondo la nostra Proposta.

Partiamo da un distinguo chiave:

- **attualmente** il capitale del MES è contribuito dai singoli Stati in proporzione al loro PIL;
- **prospettivamente** (i.e. implementando la Proposta) il capitale del MES si incrementerebbe esclusivamente per effetto dei nuovi contributi per cassa corrispondenti ai premi assicurativi pagati dai paesi che col *risk-sharing* beneficiano di una riduzione della spesa per interessi sul debito. Quindi le quote di partecipazione al capitale del Fondo Salva-Stati cambierebbero significativamente rispetto a quelle attuali, favore un minore coinvolgimento dei paesi core.

La confusione su questo aspetto si somma alla semplificazione di un'Eurozona a due (Italia e Germania) per arrivare a conclusioni fuorvianti:

«Dietro l'MSE c'è la Germania. In questa proposta l'MSE gioca un ruolo molto importante. È fondamentale però comprendere che dietro l'MSE ci sono i paesi dell'Eurozona, che per semplicità qui assumiamo essere solo due, Italia e Germania: il capitale dell'MSE è versato dai contribuenti italiani e tedeschi (in proporzione al Pil del paese, quindi 3/8 e 5/8 rispettivamente), che in ultima analisi ottengono i guadagni dell'MSE e ne sopportano le perdite. Lo stesso vale per la BCE. Con questa premessa, il piano di mutualizzazione è chiaramente nient'altro che un meccanismo per cui la Germania assicura il debito italiano dal rischio di default. Perché la Germania dovrebbe volerlo fare?»

Perotti stesso ammette implicitamente il vizio della sua conclusione quando dice «*Con questa premessa*». Il problema è che **la sua premessa è sbagliata**.

La ripartizione Italia 3/8 – Germania 5/8 si applica all'assetto azionario attuale del Fondo Salva-Stati ma non vale per quello riformato. In più, la nostra proposta non prevede che a garantire siano i singoli Stati membri (come la Germania) bensì il Meccanismo di Stabilità che in caso di necessità può rivolgersi ai mercati per reperire le risorse necessarie con lo scudo ulteriore della BCE. Tutto questo, peraltro, è stato già fatto, quando il MES ha erogato la propria assistenza finanziaria alle banche spagnole, a Cipro e alla Grecia come pure – seppur nei limiti posti dalla mancanza di *risk sharing* – quando la BCE è intervenuta con l'annuncio delle *OMT* e con il *Quantitative Easing*. La Proposta porta questi strumenti d'intervento ad un livello più elevato, che è appunto quello previsto dalla condivisione dei rischi nella prospettiva di completare gradualmente l'unione monetaria e *migliorare* la resilienza dell'Eurozona a beneficio di tutti.

L'assetto previsto dalla Proposta non conduce alle conclusioni di Perotti sui guadagni e le perdite del MES o della BCE e sulla loro traslazione *de plano* sui relativi paesi-azionisti (per di più con quote di partecipazione al capitale incoerenti col nostro schema di riforma): una banca centrale – o un'istituzione finanziaria che gode del *back-up* di una banca centrale – non ha un problema di gestione delle perdite perlomeno nel breve periodo.

Finanza e Mercati

Secondo noi, le osservazioni di Perotti tradiscono una certa **imprecisione tecnica** sulle materie finanziarie e sulle logiche di mercato.

Cominciamo dalla quantificazione del premio assicurativo richiesto da un assicuratore neutrale al rischio. Scrive Perotti:

«Poiché l'Italia ha una probabilità di default del 2 per cento, approssimativamente il prezzo dell'assicurazione è di 2 centesimi per ogni euro di debito assicurato. [...] Poiché come abbiamo ipotizzato ogni anno l'Italia emette debito per 200 miliardi in sostituzione di quello che scade, e la probabilità di default il 2 per cento, l'Italia paga un premio assicurativo di 4 miliardi (il 2 per cento di 200 miliardi) il primo anno»

Ma rischio e premio al rischio sono due cose collegate ma diverse. **Perotti confonde la probabilità di default col premio per il rischio di default**. Se vuoi calcolare il prezzo dell'assicurazione contro tale rischio non devi usare la probabilità di default bensì il premio del relativo contratto assicurativo, il *credit default swap* (CDS). Questo perché il premio del CDS non dipende solo dalla probabilità di default ma anche dalla perdita in caso di default (*loss given default* o LGD).

Anche sulle assicurazioni, le conclusioni di Perotti si basano su premesse incomplete. Scrive:

«Normalmente, un assicuratore che vende polizze auto si basa sulla legge dei grandi numeri. [...] Ma nel caso di un assicuratore che vende una polizza contro un rischio enorme di una singola entità, come è il default su 2000 miliardi di debito italiano, questo ragionamento non si applica. Anche se il rischio ogni anno è minimo, quell'unica volta che si realizza l'assicuratore è chiamato a sborsare una somma enorme, molto maggiore del suo capitale»

Attenzione: la legge dei grandi numeri non è l'unico sistema assicurativo. Se così fosse non avremmo le coperture per le catastrofi naturali e altri rischi estremi in cui i sistemi misti pubblico-privato sono molto diffusi. In più, anche qui **l'esempio** a due Paesi (Germania buona e Italia cattiva) **distorce**. Diverso è il caso con 19 Stati con diverse probabilità di default che, tra l'altro, è il caso corrispondente alla realtà. Su similari

semplificazioni Perotti pubblica su Repubblica il 26 giugno un articolo [‘Il condominio di Angela e Giuseppe’](#) arrivando a conclusioni per noi discutibili.

Aggiungiamo che se il rischio-Italia fosse inassicurabile non si capirebbe come mai il nozionale netto in essere del relativo CDS sovrano superi i 15 miliardi di dollari. Non sarà che le banche d’investimento ‘tradano’ questo CDS? Che siano diventate tutte enti *no-profit*?

Commenti specifici – testo a fronte

<u>TESTO PEROTTI</u>	<u>REPLICA</u>
<p><i>Il premio assicurativo pagato dall’Italia viene incassato dall’MSE, non dalla Germania. Quest’ultima sopporta tutti i costi di un default italiano, ma riceve solo i 5/8 dei premi assicurativi pagati dall’Italia, perché possiede solo i 5/8 dell’MSE. Un assicuratore neutrale al rischio assicurerebbe l’Italia se ricevesse tutto il premio, non 5/8 del premio</i></p>	<p>Si confonde l’architettura attuale del MES con quella riformata secondo la Proposta. Manca un ragionamento <i>construens</i> in ottica comparata rispetto alla situazione attuale e ai relativi rischi per gli Stati membri.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: ‘Resilienza dell’euro’ e ‘Interpretazioni semplicistiche’</p>
<p><i>Per il punto 7 della proposta, ogni anno l’MSE emette debito pari ai premi ricevuti dall’Italia, e investe il ricavato in infrastrutture in Italia. [...] il contribuente tedesco è quindi chiamato anche a garantire i 5/8 degli investimenti dell’MSE in Italia</i></p>	<p>La Proposta prevede che selezione e gestione dei progetti di investimento siano compito di un comitato fiscale europeo indipendente. La legge che disciplina gli appalti e il contenzioso è definita a livello europeo.</p> <p>Perotti lo scrive nel riassunto della Proposta (punto 8), ma non ne coglie il significato: il rischio degli investimenti finanziati da obbligazioni emesse dal MES non è il rischio del paese di geo-localizzazione degli investimenti.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: ‘Interpretazioni semplicistiche’</p>
<p><i>Ma c’è di più. Default sul debito e sulla spesa per investimenti non sono indipendenti. Se l’Italia fa default sul proprio debito, quasi certamente farebbe default anche sulla propria quota di 3/8 per ripagare il debito emesso dall’MSE per pagare investimenti in Italia. In caso di default italiano il contribuente tedesco incassa sì tutti i premi finora pagati dall’Italia (punto 4 della proposta), ma li perde subito per ripagare il debito per infrastrutture non pagato dall’Italia. La Germania sta quindi assicurando l’Italia contro il rischio di default gratis!</i></p>	<p>Nuovamente si fa confusione sui termini della Proposta e manca un ragionamento <i>construens</i> in ottica comparata rispetto alla situazione attuale e ai relativi rischi per gli Stati membri.</p> <p>Perotti si preoccupa dei cigni neri, di coprire il c.d. ‘massimo dei minimi’ e ignora l’elefante che ha davanti agli occhi: l’insostenibilità dell’assetto attuale.</p> <p>Inoltre, anche a voler ammettere che l’Italia facesse default sul proprio debito e contestualmente pure sui propri doveri come membro del MES, le sue critiche trascurano che i portatori delle obbligazioni del MES verranno ripagati innanzitutto con gli <i>inflows</i> generati dagli investimenti fatti i cui rischi, come detto, non sono quelli del paese di geo-localizzazione.</p>

	Cfr. <i>supra</i> : ‘Resilienza dell’euro’ e ‘Interpretazioni semplicistiche’
<p><i>La seconda assunzione irrealistica è che il contribuente tedesco sia neutrale al rischio. Nessuno di noi lo è, men che meno di fronte al rischio di un default da 2000 miliardi. Senza questa assunzione, per assicurare l’Italia la Germania pretenderà un premio assicurativo maggiore del 2 per cento che abbiamo ipotizzato finora.</i></p>	<p>Valgono le considerazioni precedenti sulla confusione tra <i>status quo</i> e nuovo assetto con riforma MES. Il <i>risk-sharing</i> porta i rischi sovrani a livello sovranazionale, cioè in capo al MES e in ultima istanza alla BCE.</p> <p>Entrambi sono istituzioni finanziarie che ragionano e operano secondo logiche di mercato dove i premi dei contratti CDS si calcolano sotto l’ipotesi di neutralità al rischio.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: ‘Interpretazioni semplicistiche’ e ‘Finanza e Mercati’</p>
<p><i>Una volta garantito il debito, i politici italiani avranno un enorme incentivo a fare default, perché paga la Germania. La storia dell’estate 2011, quando il governo italiano rinnegò la promessa di un taglio al disavanzo di poche centinaia di milioni appena dopo che la BCE intervenne per comprare titoli italiani per pochi miliardi, dovrebbe insegnare qualcosa.</i></p>	<p>Di nuovo confusione tra assetto attuale e assetto riformato.</p> <p>Allineato al luogo comune sull’Italia spendacciona e inaffidabile, Perotti ricostruisce selettivamente la recente storia economica italiana. Ricorda il <i>retrofront</i> del governo italiano sul taglio del deficit nell’estate 2011 e i BTP comprati all’epoca dalla BCE, ma dimentica l’effetto devastante per le finanze pubbliche dell’aumento dei tassi di $\frac{1}{4}$ di punto deciso dalla BCE il 7 luglio 2011 (dopo un rialzo di 25 punti base varato pochi mesi prima).</p> <p>Oggi lo <i>spread</i> BTP-Bund è di nuovo intorno ai 200 punti base. Peraltro in termini reali (cioè al netto dell’inflazione) il suo valore è a livelli paragonabili a quelli del picco della crisi dei debiti sovrani, circostanza che dovrebbe far riflettere. Anche i <i>Govies</i> spagnoli e portoghesi si stanno svalutando. E Draghi ha annunciato la fine del QE entro l’anno. Ancora un elefante vicinissimo che Perotti preferisce non vedere, ma che invece esige soluzioni <i>out-of-the-box</i> considerato che a quasi 10 anni dall’inizio della crisi globale l’Eurozona non sembra averne significativamente migliorato la capacità di fronteggiare nuovi shock, specie se asimmetrici.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: ‘Resilienza dell’euro’ e ‘Interpretazioni semplicistiche’ e ‘Finanza e Mercati’</p>
<p><i>La proposta prevede regole molto strette su quali default sui titoli garantiti sono consentiti: essenzialmente solo quelli che non dipendono dalle azioni del governo, cioè quelli che avvengono per “cause di forza maggiore”. Il problema, ovviamente, è che è molto difficile</i></p>	<p>Pur menzionati, i termini della Proposta vengono ignorati completamente da Perotti così come il divieto di ridenominazione del debito garantito dal MES. Il tutto per pervenire a conclusioni obiettivamente un po’ semplificate.</p>

<p><i>distinguere tra un default consentito e uno non consentito, cioè tra un default in buona fede e uno in mala fede. Se decide di fare default, l'Italia affermerà sempre che è dovuto a cause di forza maggiore</i></p>	<p>Cfr. <i>supra</i>: 'Incentivi e Penalità'.</p>
<p><i>Ma vediamo come cambiano gli incentivi a fare un default non consentito. Se l'Italia fa default perde i 3/8 dei premi versati che le spetterebbero, ma li recupera facendo default anche sulla sua quota di debito MSE garantito dai premi: tale quota è esattamente i 3/8 dei premi totali emessi. Se non fa default, recupera i 3/8 dei premi versati ma deve pagare i 3/8 del debito MSE. Con o senza default quindi l'Italia di fatto non paga il premio; ma ovviamente con default non deve più pagare la sua quota del debito. Quindi c'è un enorme incentivo a fare default.</i></p>	<p>Premessa sbagliata, conclusione sbagliata. Abbiamo già detto che Perotti trascura che i portatori di titoli emessi dal MES verranno ripagati innanzitutto con gli <i>inflows</i> generati dagli investimenti fatti i cui rischi non sono quelli del paese di geo-localizzazione.</p> <p>Significa che se anche l'Italia facesse default sul debito difficilmente recupererebbe i premi versati facendo default sul debito MES.</p> <p>In più, un default 'opportunistico' non comporterebbe solo la perdita dei premi versati ma anche dell'impulso alla crescita dato dagli investimenti finanziati dal MES.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: 'Incentivi e Penalità'.</p>
<p><i>Nella fase 2, il debito viene mutualizzato: il nuovo debito emesso è non è più debito italiano garantito o debito tedesco, ma solo Eurobond emessi dall'MSE, cioè dei titoli per il cui intero pagamento è responsabile ciascun paese: se l'Italia non paga, paga la Germania. Dietro questi Eurobond ci sono quindi gli introiti fiscali di ogni paese europeo. L'Italia può fare default su questo debito? Sì [...]. E si noti che con la fase 3 l'Italia non paga nemmeno più il premio assicurativo!</i></p> <p><i>Innumerevoli articoli di cui è stata inondata la stampa italiana negli ultimi anni si limitavano a proporre emissioni di Eurobond per qualche centinaio di miliardi. Proposte già irricevibili dalla Germania, che ha tutto da perdere e niente da guadagnare. Ma questa proposta si spinge più in là: ora si tratta di mutualizzare l'intero debito pubblico italiano.</i></p> <p><i>L'unico modo per evitare un colossale incentivo italiano a non pagare la propria parte è se l'Italia perde autonomia nel gestire il proprio gettito fiscale. [...] La proposta implica anche una completa esautorazione del governo italiano nello stabilire le aliquote delle tasse e i livelli di spesa per pensioni, sanità, stipendi pubblici, etc., cioè l'intera politica di bilancio. [...] supponiamo che il mercato cominci a dubitare della capacità o volontà della Germania di pagare il debito, come è inevitabile che sia.</i></p>	<p>Ancora una volta ragionamenti <i>denstruens</i> che mancano di qualsiasi considerazione di statica comparata rispetto alla situazione attuale in cui un comportamento non cooperativo (dell'Italia ma anche della Germania) può condurre a scenari apocalittici come quelli che invece Perotti intravede solo in relazione alla nostra proposta. Scenari che peraltro potrebbero non essere troppo lontani anche senza ipotizzare condotte non cooperative; ad esempio arrivando impreparati all'appuntamento con la fine del QE.</p> <p><i>Nulla quaestio</i> che l'emissione di Eurobond abbia oggi forti criticità dato che mancano una politica fiscale comune e un budget federale a 2 cifre percentuali nell'area euro.</p> <p>Proprio per questo la novità della Proposta – che Perotti sembra ignorare – è che attraverso una soluzione di ingegneria finanziaria si offrono 20 anni all'Euro-burocrazia per arrivare a questo risultato; finalmente si costruisce una pianificazione strategica a lungo periodo per il futuro dell'Eurozona.</p> <p>Come possa il professor Perotti ipotizzare che lo <i>status quo</i> possa restare in piedi per più di qualche anno è singolare.</p> <p>A dicembre del 2011 (anno in cui vinsero il premio Nobel per l'economia) Christopher Sims e Thomas Sargent dissero chiaramente che per sopravvivere l'Eurozona ha bisogno di «<i>its own jointly issued bonds a central fiscal authority and its own tax</i>».</p>

<p><i>In questo caso anche gli Eurobond possono soffrire una classica crisi del debito, come e più grave di quella del 2011. I tassi di interesse saliranno, e si tratterà quindi di pagare tassi di interessi molto alti o fare default. La seconda possibilità diventa molto più realistica.</i></p>	<p>Quanto al fatto che le precedenti proposte avessero almeno l'apparente buon senso di suggerire modeste emissioni di Eurobond mentre la nostra copre l'intero debito pubblico dei paesi del blocco euro (non solo dell'Italia), notiamo che misure parziali rischierebbero di creare stabilmente un debito di serie A ed uno di serie B riproponendo gli usuali problemi di discriminazione e conseguente vulnerabilità dell'unione monetaria.</p> <p>Che poi Perotti rimarchi che nel lungo periodo l'Italia non pagherebbe più il premio assicurativo denota un'incomprensione del senso della proposta il cui intento è quello di allineare i rischi dei diversi Paesi perché altrimenti una valuta comune non avrebbe senso.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: 'Resilienza dell'euro'.</p>
<p><i>L'ironia di questa complicatissima architettura finanziaria è che essa è completamente inutile. Come abbiamo visto, essa comporta degli svantaggi enormi per il contribuente tedesco. La proposta assume che, nonostante questo, il contribuente tedesco possa accettarla, per due motivi: (i) il costo di un default italiano è troppo elevato anche per la Germania; (ii) il piano innesta un circolo virtuoso di bassi interessi e alta crescita in Italia, che va a beneficio della stessa Germania.</i></p> <p><i>Ma se le cose stessero veramente così, non ci sarebbe alcun bisogno di questo meccanismo!</i></p>	<p>Premessa sbagliata, conclusione sbagliata.</p> <p>L'ingegneria finanziaria della Proposta non implica accolti del debito di uno Stato da parte di un altro, prescrive incentivi e penalità per minimizzare il <i>moral hazard</i>, e soprattutto porta i rischi sovrani a livello sovranazionale, in capo al MES e in ultima istanza alla BCE.</p> <p>Perotti distorce i termini della Proposta per dirottarla sulla polarizzazione del confronto tra Italia e Germania.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: 'Interpretazioni semplicistiche'</p>
<p><i>La proposta assume che gli investimenti pubblici in Italia abbiano un moltiplicatore così elevato che si pagano da soli. Ma se è così ovvio che questo è il caso, perché la Germania dovrebbe opporsi già ora a consentire all'Italia un aumento della spesa per investimenti pubblici oltre i limiti del fiscal compact? E perché già ora non compra titoli emessi dallo stato italiano per finanziare investimenti pubblici in Italia? Sarebbero un affare per la Germania.</i></p>	<p>Ancora una volta i termini della Proposta vengono distorti per dirottarla sulla polarizzazione del confronto tra Italia e Germania.</p> <p>Oggi gli investimenti pubblici in Italia sono disciplinati e gestiti a livello nazionale; nell'assetto riformato tali competenze sarebbero riassegnate ad un organismo europeo sovranazionale.</p> <p>La Proposta prevede che i bond emessi per finanziare gli investimenti abbiano dietro il MES (e in ultima istanza la BCE), non uno Stato privo di sovranità monetaria.</p> <p>Cfr. <i>supra</i>: 'Interpretazioni semplicistiche'</p>

Perotti conclude il suo intervento suggerendo che la nostra è l'ennesima proposta finalizzata ad estorcere soldi, tanti soldi, al contribuente tedesco.

La nostra conclusione – per tutto quanto sopra esposto – è che una proposta, anche molto *market-friendly*, di salvare l'Europa dell'euro e con ciò anche il benessere del contribuente tedesco!