

Dir. Resp.: Luciano Fontana

## Mal di debito: la cura dimenticata dell'inflazione

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 6

L'analisi

# Una nuova missione (possibile) per la Bce

Con un po' d'inflazione Atene avrebbe la chance di riportare il debito sotto controllo

di MARCELLO MINENNA

**È** ormai acquisito che lo spread tra i titoli di Stato dell'area euro sia una grave anomalia. Anni di spread hanno alterato la competitività tra le industrie manifatturiere dei vari Paesi. Finanziare la produzione con un costo del denaro più alto determina uno svantaggio competitivo. E questo elemento è stato determinante ad esempio nella polverizzazione dell'industria pesante greca. Sul fronte opposto la Germania, che a maggio ha messo a segno un altro valore record del surplus commerciale (23 miliardi di euro).

Ci sono anche effetti (e paradossi) sul settore finanziario. Da un lato troviamo di nuovo la Germania che finanzia il suo debito pubblico a tassi nulli o addirittura negativi e vede in 5 anni ridursi la spesa per interessi di 20 miliardi; dall'altro la Grecia che ha un debito di quasi 320 miliardi che però a spread di mercato ne vale 140.

È opportuno che la Bce elimini queste contraddizioni impegnandosi sul mercato per azzerare lo spread attraverso lo scudo offerto dall'Outright Monetary Transactions, rivedendo,

se del caso, alcuni vincoli del programma, un po' troppo stringenti tanto che non è mai stato operativo. Questo nuovo obiettivo metterebbe nella giusta prospettiva le contraddizioni dell'euro portando chi ha un debito a pagare interessi e restituire il capitale a prescindere dalla nazionalità. Tradotto: la Germania deve pagare interessi e la Grecia poter ripagare i suoi debiti.

Per capire in concreto il razionale alla base di queste considerazioni esaminiamo il debito pubblico di Germania, Francia, Italia, Spagna e Grecia come se fosse un'unica obbligazione. Per la Germania questa obbligazione durerebbe poco meno di 7 anni, varrebbe 2.200 miliardi e pagherebbe il 3% l'anno di interessi; quella francese 2.000 miliardi, 7 anni e interessi del 3,5%. In Italia l'obbligazione avrebbe una scadenza di 6 anni e mezzo con un valore di 2.100 miliardi e interessi di poco più del 4%. Quella spagnola: 1.000 miliardi, durata di poco più di 6 anni e cedole del 4%.

La Grecia si distingue in meglio: il suo debito pubblico è sintetizzabile in un'obbligazione da quasi 320 miliardi con

durata di 16 anni e interessi del 2,7%. Potrebbe addirittura sembrare — tralasciando il rapporto con il Pil fuori controllo al 180% — che le cure della troika abbiano funzionato.

Invece la vulgata collettiva (anche di certi corridoi dell'Fmi) è che il debito sia insostenibile e che le colpe siano tutte dei greci anche se, come abbiamo mostrato, lo spread è stato un nemico importante del Pil di Atene ed è oggettivo che nell'ultimo lustro tra questi 5 Paesi la Grecia sia l'unica ad aver abbattuto la spesa pubblica del 25%.

Serve quindi studiare meglio cosa sia successo al rapporto debito/Pil analizzando l'inflazione che ne governa l'andamento dato che, con il tempo, erode il debito in termini reali e gonfia nominalmente il Pil. La deflazione ovviamente produce effetti opposti. Si scopre che negli ultimi 2 anni e mezzo solo la Grecia è stata sempre in deflazione con picchi di oltre il 3% e valori medi di quasi il 2% e che questo fenomeno timidamente ha colpito per pochi mesi (fine 2014-inizio 2015) tutti gli altri Paesi ad eccezione della Germania.

Questa eterogeneità deriva

dal fatto che l'obiettivo di inflazione del 2% della Bce non è puntuale per ogni Paese medio dell'eurozona. Così però non va, perché — esattamente come lo spread — anche l'inflazione (o meglio il differenziale di inflazione) altera la competitività dell'economia reale e deforma l'economia finanziaria.

Cerchiamo di capire la portata di questa anomalia provando a metterci in un'iperurano in cui l'euro funzioni come le altre aree valutarie, senza spread e con un po' di inflazione (al 2%) uguale per tutti e vediamo cosa accadrebbe nei prossimi dieci anni al rapporto debito/PIL dei nostri 5 Paesi. La Germania andrebbe dal 75% al 40%, ben sotto i limiti di Maastricht, la Francia dal 95% all'85%, l'Italia dal 132% a quasi il 100%, la Spagna dal 97% al 90% e la Grecia dal 180% sfiorerebbe il 140%. Con un po' più di inflazione ed un po' meno di austerità, superando i tabù tedeschi, questi numeri sarebbero ancora migliori. La sostenibilità del debito greco è quindi una questione di regole (non solo di riforme) che l'Eurozona si deve ridare. Quanto prima.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

