

LA FINANZA PUBBLICA

Le operazioni straordinarie come il prestito forzoso hanno il fiato corto. Una possibile soluzione? Chiedere a fondi pensione e casse di sottoscrivere prestiti dedicati al rilancio dell'economia. Le risorse ci sono. La volontà?

PER IL RILANCIO CI VUOLE PREVIDENZA

Il riequilibrio della finanza pubblica va perseguito con misure di risanamento strutturale del bilancio, con avanzi primari per un numero continuo di anni, segnalando ai mercati la volontà di stabilizzare il rapporto debito/Pil e anzi di ridurlo nel corso del tempo. In questi mesi di epidemia tale approccio è stato rimesso in discussione e sono emerse varie proposte di misure straordinarie e tempestive. Proposte con intensità ed estensione differente: dall'utilizzo del patrimonio immobiliare italiano fino all'idea di un'emissione perpetua e irredimibile o di una patrimoniale.

Misure miracolose

Certo tutto si può fare e data la situazione eccezionale lo si può comprendere. Si può ritenere, a torto o a ragione, che la strada degli avanzi primari sia troppo costosa, politicamente non sostenibile e troppo lunga per funzionare. Ma d'altro canto, ci si deve rendere conto che soluzioni magiche non esistono; nella storia, in momenti difficili, si è fatto ricorso a misure eccezionali che non sempre hanno funzionato. Le misure straordinarie assomigliano a una

droga, possono illudere che il problema sia risolto nel breve periodo, tendono spesso invece ad aggravarlo nel medio-lungo. E l'esperienza dei paesi europei nel Secondo Dopoguerra, o quella dei paesi Sudamericani negli ultimi quarant'anni, parla da sola. Comunque la si pensi, e noi crediamo nella «fine dei debiti pubblici elevati», va tuttavia ammesso che i debiti prima o poi, in forme diverse, si ripagano. La ma-

croeconomia del debito è semplice e non permette abbagli, la crescita reale deve superare il costo del debito. Pensare a soluzioni miracolose rischia di rafforzare nei mercati internazionali la reputazione dell'Italia come paese inaffidabile, che non rispetta gli impegni presi; può essere benzina da bruciare per chi vuole creare le premesse per uscire dall'Unione europea; può dare forza a chi pensa che il debito pubblico italiano sarà insostenibile a breve.

L'aumento del disavanzo e del debito in questa situazione non è rinviabile, non abbiamo scelta. Ma saremo fin da subito (settembre?) chiamati ad indicare ai mercati le modalità di ritorno a una situazione di finanza pubblica più equilibrata.

Il risanamento andrà fatto non solo con misure fiscali che facciano leva sul numeratore, ma con un'azione decisa sul denominatore, cioè sul Pil, facendo ripartire gli investimenti e la crescita. Abbiamo davanti un'opzione senza precedenti di utilizzo delle risorse europee, che dobbiamo per forza di cose cogliere e il dibattito sul Mes è paradossale, non abbiamo scelta. I 150-170 miliardi e più di risorse europee potrebbero non bastare per superare lo shock economico. Serve anche uno sforzo italiano interno, di alcune decine di miliardi (50?). Su questo giornale abbiamo già esaminato l'impraticabilità di soluzioni straordinarie come l'inflazione, l'uscita dall'euro e la patrimoniale.

Va perciò esplorata la soluzione di chiedere agli investitori istituzionali uno sforzo per il rilancio dell'economia. Questi investitori (fondi pensione, casse, ma anche fonda-

zioni e assicurazioni) potrebbero aderire volontariamente ad alcune emissioni pubbliche di titoli a lunga scadenza a loro dedicate, redimibili e con rendimento adeguato.

Sarebbe opportuno non fare un singolo prestito, ma più emissioni (anche per evitare limiti alla concentrazione su una singola emissione), magari diversificate per durata (ad esempio 10-30 anni), contribuendo anche a ridisegnare i valori di riferimento per la curva dei tassi. Tali emissioni potrebbero essere interessanti anche per gli investitori esteri. L'idea di prevedere un'esenzione fiscale per queste nuove emissioni non convince, non solo per gli effetti redistributivi sfavorevoli, ma anche per quelli negativi sulla segmentazione del mercato dei titoli di stato, che produrrebbe effetti perversi e di sostituzione.

Obbligazioni perpetue

Quale sarebbe, invece, la sorte di un'emissione di obbligazioni irredimibili volontaria con offerta aperta? Difficile da dire, ma se si riconosce che «nessun esperimento pratico di questo tipo è stato tentato» ci sarà allora una ragione precisa... Non c'è il rischio, direi la certezza, che la dimensione volontaria diventi obbligatoria? Fare un prestito



irredimibile obbligatorio, equivarrebbe di fatto a un prestito forzoso (una patrimoniale occulta) e ci riporterebbe alla finanza straordinaria. Qualsiasi dubbio in materia sarebbe molto pericoloso per la permanenza nell'Unione europea.

Lo schema

Siccome il problema è far arrivare risorse alle imprese e all'economia, prospettive molto importanti presenta invece, come sosteniamo da tempo, l'idea di dar vita a un fondo di investimento volontario per l'economia reale di fondi e casse, complementare all'emissione di debito, che agevoli l'afflusso di mezzi per finanziare gli investimenti e la crescita. I fondi pensione e le casse potrebbero impegnarsi per 5-10 miliardi (da investire in un triennio) per un fondo di questo tipo, che considerando l'effetto leva, potrebbe far affluire risorse significative all'economia italiana.

Per evitare tentazioni dirigistiche, sarebbe opportuno che questo schema sia anticipato dagli stessi

investitori e che i settori strategici siano individuati insieme al governo. Esso potrebbe avere anche conseguenze rilevanti sul governo societario delle imprese italiane, senza lo spavento di nazionalizzazioni occulte e favorendo un'apertura al mercato delle imprese italiane, ancora oggi troppo piccole e a governance spesso familiare.

Il valore degli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana, verso la fine del 2019, era vicino ai 37 miliardi di euro, il 28 per cento circa del loro patrimonio. I titoli pubblici erano la percentuale più rilevante, oltre 28 miliardi. Gli impieghi in titoli di imprese domestiche sono marginali, circa 3,7 miliardi (meno del 3 per cento del patrimonio), di cui 2,5 miliardi in obbligazioni e 1,2 in azioni (meno di 1 miliardo sono impiegati tramite quote di OICVM).

L'home bias dei portafogli degli investitori istituzionali è perciò tradizionalmente molto bassa (si veda la tavola e il grafico), inferiore al 3% per i fondi, al 5-6% per le casse, per cui un margine concreto esiste. Da-

ta la contribuzione netta annua che affluisce ai fondi e alle casse – ovviamente aspettiamo di vedere cosa accade nel secondo e terzo trimestre del 2020 – uno sforzo di questa dimensione appare realizzabile, anche perché questi investitori istituzionali hanno un asset allocation sostanzialmente liquida. L'investimento dovrebbe essere non solo in bond ma soprattutto in equities, agevolando la formazione di capitale di rischio in sostituzione dell'indebitamento. Gli investitori istituzionali potrebbero perciò essere il veicolo fondamentale per far ripartire gli investimenti nell'economia reale e rendere più sostenibile il sistema di welfare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

di Mauro Marè

La «complementare» potrebbe impegnarsi per 5-10 miliardi in un triennio per finanziare gli investimenti e la crescita



Via XX settembre

Il ministro dell'Economia Roberto Gualtieri



Peso: 52%