

Tweet di Marcello Minenna – 9 febbraio 2018

Mai come negli ultimi anni di crisi dell'Eurozona, il concetto di "populismo" è stato così abusato, soprattutto nei confronti dei Paesi Periferici, rei di non essere allineati alle politiche ortodosse ultra-liberiste propugnate da Bruxelles, quando è stata proprio l'implementazione scriteriata del turbo-liberismo che ha reso inevitabile la nascita di nuovi movimenti politici in cerca di alternative.

In realtà la Periferia d'Europa è stata essa stessa vittima di un populismo "alla rovescia", che le ha anteposto le prerogative e gli interessi nazionali del "centro", cioè dell'asse franco-tedesco, in una primazia anche rispetto alla retorica dell'integrazione europea. Che una reale condivisione dei rischi non piaccia all'euro-nomenclatura a trazione tedesca è acclarato: in passato qualsiasi richiamo è stato evitato sempre come la peste nelle dichiarazioni ufficiali. Lo stesso Mario Draghi in passato si è limitato a definirla "non fondamentale" ed infatti tutta l'impalcatura del Quantitative Easing – sicuramente fondamentale a contenere gli effetti peggiori della crisi – è stata costruita sull'idea che ogni Paese si tiene i rischi dei titoli governativi in casa propria, in ossequio alla visione ultraortodossa della Bundesbank della segregazione dei rischi.

La condivisione dei rischi che non c'è

Vale la pena ricordare come tra il 2011 ed il 2015 sia stata proprio la strenua opposizione da parte dell'ala oltranzista della Bundesbank all'implementazione del meccanismo unico di assicurazione dei depositi (EDIS, l'European Deposit Insurance Scheme) e ad una garanzia comune per il Fondo unico di risoluzione bancaria che ha portato il sistema bancario europeo sull'orlo di una crisi che va oltre i semplici problemi di liquidità. L'assenza di una "gestione centralizzata" della domanda ha aggravato la situazione di scarsa crescita del PIL e di basso livello degli investimenti.

Questa impostazione verso la segregazione dei rischi appare però in contraddizione con quanto fatto con i rischi del debito greco pochi anni prima. Nel 2010, infatti, furono proprio Germania e Francia a spingere per una soluzione in cui tali rischi venissero gestiti non in base alla effettiva esposizione delle banche dei vari Paesi ma secondo una logica di risk-sharing. Le banche franco-tedesche e quelle italiane pur essendo esposte in misura diversa verso la Grecia (92 miliardi quelle francesi, 70 quelle tedesche e appena 6,5 quelle italiane) hanno visto i rispettivi governi centrali supportare il governo greco con prestiti bilaterali (Greek Loan Facilities) di importi sostanzialmente omogenei (15 miliardi la Germania, 11 la Francia e 10 l'Italia). Ironia dello sorte: dall'inizio della crisi finanziaria internazionale questo è stato l'unico caso di interventistica risk-shared.

Nonostante l'evidenza controfattuale sia schiacciante, fino ad ora lo story-telling ufficiale delle istituzioni europee ha continuato a spingere sulle stesse corde: la necessità promuovere le "riforme strutturali" dal lato dell'offerta e di rispettare ad ogni costo lo schema contabile del "Fiscal Compact". Una posizione granitica, evidenziata dalla grammatica delle dichiarazioni del board BCE, quasi tutte sovrapponibili alla lettera su questi temi.

La ripresa economica ha ridotto le tensioni politiche e sopito il dibattito. Tuttavia la recentissima proposta di riforma delle istituzioni europee propugnata da 14 economisti franco-tedeschi si inserisce proprio in questo solco di azione, in un momento delicato per il futuro dell'Unione, che si prepara a rendere operativo il nucleo di proposte lanciato dalla Commissione Europea il 6 dicembre 2017. Una pletora di nuove idee dunque ha inondato il dibattito sulle riforme, con meccanismi apparentemente innovativi in bilico tra riproposizione dell'austerità e rilancio della condivisione dei rischi, ma che in realtà si sovrappongono tra loro.

L'architettura di base di tutte queste nuove proposte può essere fatta risalire alla riforma cd. "alla tedesca", lanciata dall'ex-ministro delle Finanze Schäuble con il suo famigerato non-paper e sponsorizzata successivamente dal Presidente Bundesbank Weidmann e da una consistente fetta del parlamento federale tedesco.

Il progetto tedesco per il futuro dell'eurozona

I passaggi fondamentali del vecchio progetto tedesco vedono la trasformazione dell'attuale Fondo Salva-Stati in un Fondo Monetario Europeo che rimpiazzasse la Commissione Europea nel suo ruolo di "cane da guardia" dei conti pubblici e impongono meccanismi automatici di ristrutturazione del debito pubblico che rendano il processo più semplice, ma che vietino allo stesso tempo la ri-denominazione del debito in una – eventuale – nuova valuta attraverso l'imposizione di speciali nuove clausole (CPC – Creditor Participation Clauses).

Le banche e la riduzione dei rischi

Il tema della "riduzione dei rischi" è ovviamente centrale a questa visione; gran parte dell'attuale pressione regolamentare che stanno esercitando le Istituzioni europee (Commissione Europea e BCE in testa) sull'Italia e gli altri Paesi Periferici si fonda proprio sull'assunto che il sistema bancario si debba sgravare il più in fretta possibile dei rischi legati ai crediti deteriorati ed al debito sovrano. Altri rischi contabilmente più opachi, non misurati, e per questo potenzialmente più pericolosi, come quelli sui titoli di livello 3 non vengono presi invece in considerazione. Non è un caso che siano proprio il sistema bancario tedesco e quello francese ad essere sovraccarichi di questa tipologia di rischi, che hanno un controvalore lordo complessivo che si aggira sui 6500 miliardi. Peraltro, mentre sui crediti deteriorati l'attenzione dei regulators europei è massima e presto ci sarà una severa batteria di stress tests volta a misurarne l'impatto sulla stabilità delle banche, sui titoli di livello 3 non c'è particolare pressione. Eppure per quanto il valore di un credito deteriorato possa essere basso, difficilmente potrebbe scendere sotto la soglia del 10-15%. Invece un titolo di livello 3 può avere un valore molto più basso non conoscibile a priori.

Ovviamente la mutualizzazione del debito pubblico resta tabù, in quanto creerebbe anche nelle sue versioni più soft degli incentivi verso un accrescimento incontrollato dei debiti. Questo muro categorico verso la condivisione dei rischi rende impossibile anche l'implementazione di semplici meccanismi di stabilizzazione automatica a

livello europeo del PIL che possano rendere meno traumatiche le forti recessioni. Tutto ricade su risposte a livello nazionale, essenzialmente dal lato dell'offerta attraverso le famigerate "riforme strutturali" che alla fine sembrano condensarsi solo nella compressione della remunerazione del lavoro, cioè i salari. Eppure gran parte della letteratura corrente non trova correlazioni significative tra flessibilità del mercato del lavoro e la crescita economica nel lungo periodo. La Commissione Europea ha recentemente effettuato un'ottima somma dei lavori più recenti nella raccolta "Inequality and Structural Reforms: Methodological Concerns and Lessons from Policy".

I tedeschi vogliono mettere mano al sistema Target 2

Non mancano derive radicali del pacchetto di riforme tedesco, soprattutto per quanto riguarda il trattamento dei saldi contabili Target 2, da anni segnaletici di forti squilibri nei flussi commerciali e finanziari all'interno dell'Eurozona e che vedono la Germania e l'Olanda destinazione di forti afflussi di capitali e il resto dei Paesi (Italia e Spagna in primis) in emorragia persistente. In ossequio all'analisi distorta dell'economista tedesco Sinn, questi sbilanci contabili di moneta di banca centrale vengono considerati veri e propri "debiti" contratti dalle economie periferiche nei confronti dei virtuosi Paesi "core". Pertanto Weidmann ha spesso ricordato che sarebbe opportuno garantire questi sbilanci contabili con garanzie forti, ad esempio l'oro nei forzieri delle banche centrali nazionali. Una richiesta provocatoria, che omette il semplice fatto che non esiste abbastanza oro nell'Eurozona da porre in garanzia e che pertanto sarebbe impossibile permettere al sistema di pagamenti transfrontaliero di continuare ad operare come fa oggi. L'unica conseguenza della riforma di Target2 proposta da Weidmann sarebbe proprio la dissoluzione dell'euro che cerca disperatamente di evitare.

Target 2 in realtà riflette proprio le logiche segregazioniste sottese alle misure straordinarie della BCE sotto la spinta tedesca. I prestiti (LTRO) erogati da Francoforte tra il 2011 e il 2012 sono stati usati dalle banche periferiche per saldare crediti commerciali verso le banche franco-tedesche e assorbire le loro esposizioni in Govies del Sud Europa. Se fossero andati direttamente a imprese e famiglie, i saldi Target 2 non si sarebbero mossi. Parimenti se col Quantitative Easing la BCE avesse comprato direttamente i titoli di Stato senza coinvolgere le banche centrali nazionali. Una sintesi efficace delle più recenti ricerche in materia effettuata dalla London School of Economics per conto dell'Europarlamento nel novembre 2017 (TARGET (im)balances at record level: Should we worry?) evidenzia proprio queste caratteristiche strutturali delle divergenze nei saldi Target 2.

I 14 economisti e la proposta franco-tedesca

La proposta franco-tedesca dei 14 economisti, tenuta in gran segreto fino al 18 gennaio, può essere considerata nella sua struttura analoga all'originale pacchetto tedesco, ammorbidito da concessioni verso lo storico alleato francese (ma non verso gli altri Paesi). Infatti, vediamo del tutto confermata l'intenzione di togliere alla Commissione Europea i poteri di indirizzo e controllo sulla formazione dei bilanci dei Paesi membri a causa della "troppa" discrezionalità esercitata dalla Commissione, spesso nei confronti proprio dell'Italia. Si tratta di una

tesi recentemente ripresa anche dalla BCE in uno specifico “report di valutazione”. Anche sulla ristrutturazione del debito ci sarebbero importanti convergenze tra Francia e Germania: non si parla più di allungamento automatico delle scadenze ma rimane salda l’intenzione di facilitare le ristrutturazioni e a tal fine si propone di adottare meccanismi decisionali che agevolano il raggiungimento delle maggioranze qualificate per il restructuring.

Tecnicamente si tratta di passare a procedure di voto a una gamba sola (single-limb) anziché le attuali due, il che vuol dire che servirebbe solo una maggioranza a livello aggregato di serie di titoli da ristrutturare e non anche una maggioranza sulla singola emissione. In pratica le CPC sotto mentite spoglie. E questo per l’asserita necessità di un più credibile enforcement della regola di “no bail-out”, tale per cui né il Fondo Salva-Stati né altre Istituzioni dovrebbero fornire aiuto ad un Paese in difficoltà se non dopo che questo abbia accettato che il suo debito venga ristrutturato.

Le concessioni alla Francia

Le concessioni alla posizione francese, storicamente favorevole alla condivisione dei rischi, vengono attraverso l’istituzione di un piccolo fondo di stabilizzazione che possa effettuare prestiti ai Paesi membri in difficoltà in caso di shock macro-economici molto gravi, e l’avallo al progetto degli “Euro Safe Bonds”. Si tratta in questo caso di titoli emessi da un’entità sovranazionale europea che cartolarizza parte dei debiti pubblici nazionali e rimescola i rischi per vendere tranches di debito “europeo” molto sicure che possano funzionare da safe asset più del Bund, da sempre affetto da problemi di scarsità.

Non c’è dunque nessuna reale condivisione dei rischi come invece accade nei più classici Eurobond, e in più si affronta in modo superficiale la questione della differenza tra titoli di serie A (le tranches senior degli ESBies) e le tranches meno sicure. Sul piano teorico le banche europee comprerebbero solo titoli safe delle tranches senior ottenendo così un beneficio in termini di minore rischiosità dei loro attivi e i titoli junior, più rischiosi, verrebbero assorbiti da investitori speculativi. Infatti, si finirebbe con una situazione polarizzata come quella attuale se non peggiore, con le banche della periferia che – per risollevare i loro margini di profitto – comprerebbero le obbligazioni junior e quelle del “centro” colme di titoli senior a basso rischio. Nulla di nuovo, insomma, a parte che il debito non conferito al veicolo verrebbe discriminato, moltiplicando gli spread all’interno dell’area euro.

In sostanza si renderebbe strutturale l’esistenza di un euro a due velocità (o di due valute-ombra) nel mercato dei titoli di Stato. Vale la pena ricordare come entrambi i progetti siano portati avanti anche dalla Commissione Europea che intende avviare l’iter di implementazione nel corso dei prossimi mesi.

Nel documento dei 14, molta importanza è data alla riforma bancaria: sposando in pieno il principio di riduzione dei rischi, oltre all’eliminazione rapida degli NPL (non-performing loans o crediti deteriorati) supportata fortemente da Commissione e BCE, si rilanciano idee controverse che vengono ancora dibattute a livello del comitato di Basilea, come l’apposizione di un limite alla concentrazione di titoli di Stato nei portafogli bancari. Per Paesi come il nostro che vedono il 90% del portafoglio di titoli governativi delle banche composto da BTP

italiani, questa riforma sarebbe impattante e provocherebbe dei cambiamenti drastici. Sarebbero probabili nuovi appostamenti di capitale, dell'ordine di decine di miliardi; non proprio un toccasana per il nostro sistema creditizio ancora infossato in un persistente credit crunch verso le imprese, nonostante la ripresa economica.

La condivisione dei rischi: troppo poco e troppo tardi

Il risk-sharing entrerebbe timidamente, in forma limitata, attraverso l'implementazione (obbligatoria secondo il Trattato sull'Unione Bancaria) dell'EDIS. Si tratterebbe comunque di una condivisione dei rischi debole, perché da un lato i Paesi membri dovrebbero contribuire con quote assicurative in proporzione ai rischi del proprio sistema bancario mentre dall'altro l'assicurazione sarebbe comunque in subordine, di tipo "ri-assicurativo". In altri termini, l'EDIS interverrebbe solo dopo che i meccanismi di assicurazione nazionali avessero impegnato tutte le risorse senza successo, al fine esclusivo di scongiurare eventi catastrofici.

Dove la proposta franco-tedesca sorprende è sul tema della riforma del Fiscal Compact. Concedendo che l'attuale impostazione basata sulla regola del deficit strutturale sia intrinsecamente pro-ciclica e basata su grandezze non osservabili soggette a forti errori di stima, i 14 economisti suggeriscono lo switch ad un meccanismo basato sul raggiungimento tendenziale di un livello di debito prefissato, specifico per ogni Paese, in tandem con un tetto prefissato alla spesa pubblica. In questa maniera gli effetti economici sarebbero anticiclici perché il tetto alla spesa sarebbe stringente in periodi di espansione economica mentre funzionerebbe da ammortizzatore in periodi di recessione, dato che impedirebbe a misure di austerità di ridurre la spesa nel momento sbagliato (com'è accaduto in Italia nel 2011-2012).

Qualsiasi livello di spesa superiore al tetto dovrebbe essere finanziato attraverso l'emissione di junior bonds, cioè titoli di Stato subordinati e pertanto soggetti ad un maggiore rischio di credito; il costo esorbitante in termini di interessi di queste emissioni di debito fungerebbe da dissuasore naturale contro violazioni del tetto alla spesa e renderebbe inutile il meccanismo attuale delle sanzioni.

In definitiva, la proposta franco-tedesca cerca di raggiungere un compromesso tra austerità e risk-sharing in cerca di una sinergia che purtroppo non c'è. L'inserimento di deboli aperture verso la condivisione dei rischi su un'impalcatura governata dall'agenda tedesca non garantisce nessun reale progresso verso una maggiore integrazione fiscale, preludio di una svolta federale dell'Unione.

Condivisione dei rischi e debito pubblico: la mia proposta di riforma del fondo Esm

La riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità potrebbe essere l'occasione giusta per perseguire una pervasiva adozione del risk-sharing nella gestione del debito pubblico. Oggi il Fondo Salva-Stati presta soldi ai Paesi in difficoltà che si impegnano a restituirli a scadenza e ad adottare l'austerità per ripristinare la loro capacità di cassa. Questo schema potrebbe essere rivisto passando a uno in cui l'ESM diventi garante del debito pubblico di

tutti i Paesi membri secondo una logica assicurativa: gli Stati rischiosi come l'Italia, la Spagna o il Portogallo versano nuovi contributi in contanti al capitale del Fondo Salva-Stati che hanno il valore di premi assicurativi prezzati a mercato (mark-to-market) e in cambio ottengono di condividere il rischio sovrano con gli Stati come la Germania o la Francia.

Specifiche clausole di condivisione dei rischi incorporate nei Govies da rifinanziare ogni anno potrebbero sancire la responsabilità solidale di tutta l'Eurozona. Nell'arco di un decennio il debito pubblico di tutto il blocco Euro sarebbe integralmente mutualizzato e i Paesi membri avrebbero la stessa curva per scadenza dei tassi di interesse, proprio come dovrebbe essere all'interno di un'area valutaria comune.

Un fondo "equalizzatore"

Il nuovo ESM sarebbe infatti un "equalizzatore" dei rendimenti sovereign: se i mercati credono che presto i debiti pubblici di tutti gli Stati saranno mutualizzati, gli investitori cercheranno di trarne profitto comprando titoli di Stato ad alto rendimento e vendendo quelli a basso rendimento, accelerando così il processo di convergenza. A sua volta, questo processo permetterà ai Paesi rischiosi di pagare premi sempre più bassi sui titoli mutualizzati di anno in anno, rendendo possibile il graduale azzeramento degli spread.

Al più – laddove inizialmente il mercato non dovesse credere alla forza di questo indirizzo di policy e si comportasse diversamente da quanto avvenuto prima della partenza dell'Euro – il rischio percepito potrebbe aumentare sui Govies in circolazione in quanto privi delle clausole di condivisione dei rischi e potenzialmente soggetti ad un rischio di default selettivo. Questo aspetto sarebbe comunque temporaneo in quanto col tempo tutto il debito sarebbe assoggettato alle clausole di risk-sharing. Per il Tesoro (indebitato prevalentemente a tasso fisso) la spesa per interessi sui BTP emessi non cambierebbe, mentre per gli investitori questi titoli diventerebbero obbligazioni da detenere sino a scadenza così da non subire perdite in conto capitale.

I costi della copertura assicurativa sui titoli assistiti dalle clausole di condivisione dei rischi sarebbero inizialmente crescenti perché una porzione sempre più alta del debito pubblico includerebbe tali clausole; successivamente, però, la convergenza dei rendimenti finirebbe per avere la meglio. Ad esempio, nel caso dell'Italia, a partire dal 3° anno i risparmi sulla spesa per interessi sul debito supererebbero i costi della garanzia dell'ESM, portando a un notevole beneficio netto (oltre 100 miliardi complessivi in 10 anni).

Ovviamente una completa inversione delle aspettative dei mercati è cruciale per il successo della riforma che propongo. È qui che la classe politica sarebbe chiamata a fare la differenza come fu nella seconda metà degli anni '90 quando il fermo impegno dei governi coinvolti nel progetto dell'euro spinse gli investitori a scommettere sulla Germanizzazione dei tassi di interesse. Gli agenti finanziari misero in atto massicci convergence trades in cui vendevano i costosi Bund e compravano i più economici BTP traendo profitto dalla convergenza. E ancora, verso la metà del 2012, non appena Draghi annunciò il suo "whatever it takes", i convergence trades rispuntarono immediatamente.

Condivisione dei rischi e debito privato: la mia proposta di decreto “salva imprese”

Un maggiore risk-sharing potrebbe aiutare anche nella gestione del debito privato detenuto dalle banche in forma di NPL. Questi ultimi ammontano a circa 1.000 miliardi nell'Eurozona e 300 miliardi solo in Italia, un numero importante considerata la dimensione del nostro sistema bancario. Su questo tema possono essere ipotizzate soluzioni che condividano il rischio tra vari settori dell'economia nazionale: ad esempio, perché se un credito è stato svalutato dalla Banca non si allinea la contabilità dell'impresa debitrice a questo valore? In fondo la collettività ha già pagato: 1) quando l'impresa va in crisi, con un mancato gettito, 2) quando la banca svaluta, di fatto matura un credito di imposta. Insomma quel deterioramento del credito e del rapporto banca-impresa, la collettività lo ha già pagato in termini di mancato gettito.

Non è un caso che questa crisi non sia stata contrastata da manovre espansive e che ancora tiriamo la cinghia. Oltre 100 miliardi di gettito sono venuti a mancare solo per la questione dei crediti deteriorati. Implementiamo quindi quello che io ho chiamato “il salva imprese” cioè, si svaluti il credito nel bilancio bancario e ceteris paribus anche quello dell'impresa. Soprattutto se si considera che la metà dei valori di questi crediti deteriorati sono interessi fino al 2014 peraltro anche anatocistici. Quindi si tratta di eliminare gli interessi maturati durante la crisi e svalutare di poco il valore nominale, sincronizzando i bilanci di banca ed impresa. Inoltre su questi crediti, si applicherebbe una garanzia di Stato a costi di mercato: in tal modo dalla Centrale dei Rischi l'impresa registrata come “cattivo pagatore”, scomparirebbe, il credito deteriorato diventerebbe una sorta di BTP sintetico e cartolarizzato venduto agli investitori retail, riaprendo così il credito all'impresa.

Questo provvedimento potrebbe portare ottimi risultati. Basti pensare che negli ultimi anni 45.000 imprese sono fallite. Molte di queste con un po' di credito non sarebbero fallite o sarebbero fuori dalle procedure concorsuali. Insomma, si tratta di una questione che potrebbe rimettere in moto il rapporto banca-impresa, che è lo snodo in un sistema banco-centrico.

Un piano nazionale per il rilancio delle infrastrutture

Se poi divengono incompatibili con le decisioni dell'euroburocrazia soluzioni che riportino l'Euro ad essere una valuta come le altre (e cioè con un'architettura a rischi condivisi e un unico tasso di interesse), allora si tratta di decidere se stare in questa unione accettando per ora le condizioni tedesche e sperando in un ravvedimento operoso seppur tardivo. Ritenendo che, prima o poi, dovrà prevalere anche in Germania la ragionevolezza di un progetto ambizioso come quello degli Stati Uniti d'Europa, è necessario sviluppare soluzioni per gestire il problema del debito pubblico e dello sviluppo dell'economia nazionale superando soluzioni masochistiche nel solco univoco dell'austerità o della svendita del patrimonio nazionale.

Alcune indicazioni su come trovare la soluzione vengono dal recente successo dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) che hanno riconnesso il risparmio all'economia reale e che mostrano, tra l'altro; come il piccolo investitore italiano ha ancora appetito per il rischio in presenza di condizioni ragionevoli di redditività. Non solo.

È necessario anche notare il recente record assoluto di liquidità delle famiglie, pari a quasi 1000 miliardi, improduttiva in termini di interessi nei conti correnti nazionali. Il fardello del debito pubblico pesa mediamente su ogni famiglia italiana per quasi 150.000 €; questo peso è il 60% del risparmio che ogni famiglia ha investito in attività finanziarie e il doppio delle disponibilità liquide in termini di depositi. Meno di 5000 € è poi quanto ogni famiglia versa di tasse allo Stato per pagare gli interessi sulla propria quota di debito pubblico. Il crollo del nostro Prodotto Interno Lordo degli ultimi 5 anni d'altronde è attribuibile in gran parte alla riduzione degli investimenti. Un ruolo fondamentale assume l'improvvisa scomparsa della mano pubblica nella realizzazione di infrastrutture.

Un grande Pir per le infrastrutture

L'idea: un fondo d'investimento in infrastrutture in grado di riavviare l'economia del nostro Paese, ad esempio funzionale a creare un polo logistico strategico come quello portuale e ferroviario nel Sud del nostro Paese. In questo fondo ogni famiglia potrà investire le proprie disponibilità liquide fino al massimo della propria quota del debito pubblico. Non potrà in altri termini entrare nel fondo disinvestendo altre attività finanziarie come ad esempio i titoli di Stato, così da evitare sgradevoli effetti sullo spread del debito pubblico. Il rendimento base di questo investimento – dato che ha ripagato la propria quota di debito pubblico – sarà l'abbuono a vita della propria quota di tasse a supporto del pagamento degli interessi. Inoltre sarà previsto un extra-rendimento collegato alla redditività delle infrastrutture. Il fondo in sostanza emette delle obbligazioni il cui rendimento sarà collegato alla capacità di ammodernare e rilanciare il Paese; ovviamente attraverso l'ingegneria finanziaria lo Stato potrebbe fare anche leva per investire di più creando obbligazioni con profili crescenti di rischiosità e redditività rispetto al capitale investito.

L'idea è semplice: dall'investimento privato dei PIR, i piani individuali di risparmio, si passa all'investimento pubblico dei Piani Individuali per l'impiego della Liquidità a supporto dell'abbattimento del Debito e del rilancio delle Infrastrutture (PILDI). Se proprio i tedeschi non ci stanno a condurre l'Eurozona verso gli Stati Uniti d'Europa i PILD I potrebbero essere la sfida che una classe dirigente rinnovata dovrebbe intraprendere per poi pretendere a missione raggiunta, cioè l'abbattimento del debito e il rilancio dell'economia nazionale un percorso condiviso verso la condivisione dei rischi e gli Stati Uniti d'Europa.

Serve una nuova classe dirigente che sia preparata a cogliere le sfide di queste proposte.