



Gruppo dell'Alleanza Progressista dei
Socialisti & Democratici
al Parlamento europeo

Europa: da opportunità a progetto concreto

Risk Sharing: il invitato di pietra

Ringrazio il *chairman* per l'invito di oggi. Avvierei la mia relazione citando le recenti dichiarazioni del Presidente Weidmann ospite a Roma questa settimana. Innanzitutto Weidmann ha ribadito l'esigenza di un'autorità fiscale che rilevi la politica dal controllo del rispetto del patto di stabilità; incidentalmente non ha mancato di ricordare che il nostro Paese ha violato diverse volte il patto (evidentemente non ha molto metabolizzato il tema della flessibilità, che citava poco fa l'amico Sandro). In secondo luogo ha anche ribadito che risulta fondamentale riformare il trattamento contabile dei titoli di Stato: questi non sono tutti uguali e soprattutto non sono privi di rischio. Ogni riferimento ai BTP nel bilancio delle banche italiane non era puramente casuale. Infine Weidmann ha ritenuto le dichiarazioni rilasciate da Padoan a marzo con un importante *position paper* del governo "troppo ottimistiche"; non è un caso che in quel documento, anche coraggioso, il ministro in più punti parla della necessità di condivisione dei rischi come elemento fondante della nostra area valutaria.

A questo punto avrei anche voluto sentire dal Presidente della più importante banca centrale dell'Eurosistema, (se non altro per quota di partecipazione nella BCE e in tutti gli altri istituti sovranazionali che gestiscono la finanza europea) altre dichiarazioni. Avrei voluto sentir commentare l'ultimo dato disponibile sull'inflazione europea: negativa allo -0,2%. Avrei voluto ascoltare una dichiarazione sulla disperata situazione greca, dove una nuova crisi di liquidità sta arrivando poco prima dell'avvio della stagione turistica, quando viene prodotto il grosso del PIL greco. Avrei voluto un'analisi di efficacia delle misure di "*extend and pretend*" prese dall'Eurogruppo, che non stanno producendo nessun risultato utile, anzi stanno producendo danno. Guardate che anche se ne parla sui giornali, la situazione in Grecia è già nuovamente drammatica: l'esigenza di liquidità del governo è tale che stanno ritirando fondi liquidi dagli enti pubblici, utilities, fondi pensione e quest'anno anche ospedali, scambiandoli con depositi obbligatori presso la banca centrale greca. I titoli di Stato emessi dal governo poi continuano a finire nel sistema finanziario greco: giammai che qualche rischio possa essere condiviso dall'Europa.

Poi sarebbe stato interessante commentare la situazione di Deutsche Bank, una banca che per attivo di bilancio rappresenta quasi la metà del nostro sistema bancario ma che è quotata dal mercato meno di Banca Intesa. Pare proprio che quest'anno Deutsche Bank tornerà in attivo grazie ad un opportuno intervento del governo (proprio il governo, non l'Associazione bancaria tedesca), che è riuscito a far rinviare una regola comunitaria sulla registrazione contabile dei derivati, di cui il bilancio della banca tedesca è zeppo.

Qual è il massimo comun denominatore di questi ragionamenti? Tutti puntano al disfunzionamento di un'area valutaria dove non c'è *risk-sharing*. Ma un'area valutaria unica dovrebbe fare l'esatto opposto, cioè condividere i rischi; infatti essa presuppone che ci sia un unico costo del denaro (si dice curva unica dei tassi di interesse). Se prendiamo un qualunque manuale di economia, nei classici grafici si trova il tasso di interesse sull'asse delle ordinate; invece in Europa si dà per scontato che esista lo *spread*, un fenomeno sicuramente non fisiologico. Questo fenomeno nasce con la crisi *subprime* in USA ma esplode in Europa quando a fronte del fallimento di una grande banca tedesca (non italiana) piena di finanza tossica, la Merkel dichiara ai mercati che sarebbe intervenuta a salvare la banca e che da quel momento in poi ogni Paese avrebbe dovuto fare i conti da solo con il proprio sistema bancario. Questo è un segnale dirompente per il mercato perché dimostra che non c'è intenzione di condividere i rischi, non c'è interesse ad utilizzare il bilancio europeo, di per sé risibile, a supporto di un problema come il fallimento di una banca. Ora, in quel periodo, il nostro sistema bancario veniva definito in ambienti ufficiali "solidissimo" e non eravamo ancora in affanno, però è chiaro che qualunque problema viene amplificato dalla percezione dei mercati che pensano che il rischio di credito va apprezzato e che se i debiti pubblici e privati dei vari Paesi membri sono diversi ed hanno percorsi evolutivi differenti, beh allora non vanno sottovalutati.

Ora, lo *spread* non è un dettaglio nel funzionamento di un'area valutaria perché crea enormi disfunzioni e trasferimenti incontrollati di ricchezza. A me piace fare il seguente esempio: in Europa l'economia finanziaria cuba in media dieci volte l'economia reale, quindi si può avere anche l'impressione che tutto sia regolare se paghiamo il caffè lo stesso prezzo in tutta Europa, ipotizzando il caffè come un bene tipico che circola nell'economia reale. Però nel frattempo il sistema interbancario europeo non regola più le transazioni con un costo del denaro unico, ma con degli *spread* aggiuntivi; il che implica che dal punto di vista dell'economia finanziaria, l'Euro è già una valuta disgregata in tassi di cambio "ombra" perché i sistemi interbancari regolano le loro transazioni incorporando uno *spread*. Ma questo ha dei riflessi negativi anche sull'economia reale, a livello della produzione manifatturiera. Consentitemi di nuovo un esempio: questa bottiglietta di plastica è una produzione comune per qualsiasi impresa, che sia tedesca o italiana, cioè dove non può sussistere un grosso vantaggio competitivo nella produzione o nella vendita. Chi pratica il minor prezzo, venderà di più. Bene, all'avvio dell'Euro una fornitura di bottigliette di plastica come questa comprata da un'impresa americana costava, ipotizziamo, 100 dollari. Con la complicità dei differenziali di inflazione prima e dello *spread* poi sono saliti comparativamente con la Germania gli oneri finanziari che l'industria italiana doveva sostenere per finanziare la produzione di questa merce e che sono stati ribaltati sul prezzo finale della merce. Morale della favola: oggi l'industria vende lo stesso bene a 116 dollari mentre quella italiana lo vende a 136. Com'è possibile recuperare 20 dollari di *gap* competitivo di natura puramente finanziaria? Beh, la soluzione ovvia è quella di fare una svalutazione competitiva che abbassi i costi del lavoro; c'è un ovvio problema di deflazione in questo caso, però se l'impresa vuole sopravvivere per il momento è l'unica scelta che può fare. Diciamo dunque che c'è un errore architetturale che ti costringe ad operare in quella direzione: la Banca Centrale Europea non ha tra i suoi obiettivi statutarî quello di azzerare lo *spread*, ma è anche naturale che non desiderasse lo *spread* perché questo non ha senso all'interno di un'area valutaria unica. Quindi è anche comprensibile che non compaia nello Statuto della BCE, dove c'è solo un obiettivo di inflazione.

Però anche qui, ci sono degli errori architettonici evidenti, perché si cerca di conseguire un obiettivo di inflazione media. Noi sappiamo che non esiste un'unica inflazione, ma tanti tassi di inflazione, e abbiamo toccato con mano con la questione del Mezzogiorno che con differenziali di inflazione si generano trasferimenti di ricchezza; di conseguenza con un obiettivo unico di inflazione fissato al 2% non si arriva da nessuna parte.

Adesso analizziamo in carrellata una serie di interventi che la BCE ha attuato per riportare ordine all'interno dell'area valutaria che però purtroppo non hanno mai seguito una strategia di *risk-sharing*, perché sono frutto dei compromessi trovati di volta in volta all'interno del Consiglio Direttivo. Primo intervento, tra il 2011 ed il 2012, è quello del *Securities Market Programme*, 220 miliardi di € di acquisti di titoli di Stato della periferia per evitare la speculazione sui mercati; peccato che questo salvataggio abbia portato 10 miliardi l'anno di interessi nella BCE, di cui 2 sono stati redistribuiti alla *Bundesbank*, la principale azionista della BCE. Quindi sono verificati dei trasferimenti al contrario: invece che dare una mano ai Paesi Periferici, con lo SMP sono stati trasferiti dei fondi ai Paesi *core*. Poco dopo di nuovo la BCE interviene con 1.000 miliardi di prestiti a lungo termine all'1% per 3 anni. Questi 1.000 miliardi servono per perseguire due precise finalità: all'economia reale non arriva niente, ma innanzitutto vengono nazionalizzati i rischi dei debiti pubblici; per l'Italia si tratta di 220 miliardi che vengono scaricati dalle banche tedesche e francesi e rientrano nelle banche italiane. Inoltre vengono europeizzati i rischi privati delle banche tedesche sull'Eurosistema per oltre 300 miliardi; infatti con i soldi dei prestiti della BCE le banche della periferia possono finalmente ripagare i debiti verso le banche del centro ed in particolare della Germania. Ma questi prestiti fatti alla periferia, a cosa erano serviti? Erano serviti per finanziare l'acquisto dei beni tedeschi da parte dei Paesi Periferici; è il c.d. *vendor financing*, finanzia il mio cliente affinché compri il mio prodotto. Prodotto che ovviamente costa meno per via del costo finanziario della manifattura di cui parlavamo in precedenza; qualcuno potrebbe dire che c'è anche una questione di diversa (e superiore) qualità da valutare: beh, su questo si può discutere. Pensiamo al caso Volkswagen, uno su tutti.

Questi fenomeni trovano il loro culmine nel caso della Grecia. In Grecia gli interventi delle autorità europee hanno fatto in modo che le banche tedesche e francesi scaricassero in una prima fase i rischi che avevano verso la Grecia sui governi nazionali attraverso dei prestiti governativi (*Greek Loan Facility*) per 80 miliardi, poi attraverso il Fondo Salva-Stati. Poi il sistema bancario greco è stato azzerato con una serie di altre operazioni di finanza e ci si chiede pure com'è possibile che non si eroghino più prestiti e quel Paese non riesca a risollevarsi.

Dulcis in fundo, a marzo 2012 viene ratificato il Fiscal Compact che rende il patto di stabilità una cosa seria, da rispettare. Solo successivamente avviene il rientro dello *spread*, certo per il "whatever it takes" di Mario Draghi, ma anche per via delle espansioni monetarie degli USA e del Giappone che portano un'enorme liquidità sui mercati. A seguire, ricordiamo il prezzo del petrolio che crolla peggiorando la deflazione europea, il *Quantitative Easing* che affronta l'acquisto dei debiti pubblici dell'Eurozona secondo una logica non *risk-sharing*. Altro che Eurobond! Il tema dei rischi privati viene affrontato ad agosto 2013 con la comunicazione sul settore bancario con cui l'Europa fissa i criteri per potere aiutare le banche in difficoltà. In pratica questo sarà possibile solo dopo l'azzeramento dei valori delle azioni e delle obbligazioni subordinate (il c.d. *burden sharing*).

L'Italia solo a novembre 2015 si accorge di quest'onda d'urto attraverso il decreto "Salva Banche". Altra manovra sul fronte privato che parte a novembre 2014 è quella che riguarda l'Unione Bancaria: con il "primo pilastro" la vigilanza sul sistema bancario europeo viene trasferita alla BCE, con il secondo la comunicazione della Commissione che crea le basi per un "bail-in" anticipato e con il terzo pilastro si sarebbe dovuto creare il Fondo europeo di tutela dei depositi, un tassello ad oggi completamente mancante.

Ma torniamo al *Quantitative Easing*, dove la BCE eroga soldi alle banche centrali nazionali affinché compri i titoli di Stato del proprio governo e prosegua dunque quel percorso di nazionalizzazione dei rischi. Come si interpreta questo provvedimento? Immaginiamo di essere nell'evento estremo di rottura dell'Euro; è probabile che in Italia venga effettuata una ristrutturazione del debito pubblico che verrà ridenominato in nuove lire svalutate. Però grazie al QE, la Banca d'Italia rimane indebitata in valuta forte con la BCE, mentre i titoli vengono svalutati del 50%. Chi ne paga le conseguenze è evidente a tutti, e la responsabilità sta nel fatto che non c'è *risk-sharing*. Un provvedimento realmente interessante, ancora da valutare, è uno degli ultimi presi nel *board* BCE del 10 marzo scorso (il c.d. *Quantitative Easing* 3.0): l'acquisto di *corporate bond* da parte della BCE, cioè di obbligazioni emesse dalle società non finanziarie. Stavolta è un acquisto completamente *risk-shared*. Quando ho letto il provvedimento ero stranamente soddisfatto, poi però mi sono consultato con degli amici di *Bank of America – Merrill Lynch* ed ho scoperto che una larga parte delle società i cui titoli sono potenzialmente acquistabili è francese e tedesca; ecco perché questi acquisti possono essere *risk-shared*: perché non riguardano i Paesi della Periferia.

Nel gennaio 2016, con innumerevoli vincoli dall'Europa, viene varata la *bad bank* nazionale. Anche in questo caso ci sono dei limiti infrastrutturali, e questo è evidente dal fatto che è stato necessario affiancare il Fondo Atlante, che speriamo a questo punto non diventi il Fondo "Atlantico". Su questo cercherò di dirvi poi come se ne esce. Veniamo ad un ultimo aspetto: studiando i dati del sistema Target2, il sistema europeo di pagamenti a livello interbancario, su cui anni fa identificai il problema della nazionalizzazione dei rischi dei debiti pubblici e l'uropeizzazione dei rischi delle banche private tedesche, ho identificato un nuovo fenomeno. Si tratta di uno spostamento di liquidità che è arrivato a 180 miliardi in poco più di due anni. Si tratta di risparmio nazionale che si è spostato in fondi dei Paesi del centro-nord Europa; è un segnale di grande timore, vuol dire che gli investitori-risparmiatori italiani si stanno immunizzando dal rischio che le cose vadano male in Italia, che l'Europa vada in un'altra direzione, o che nascano addirittura due valute. Come lo fanno? Comprando strumenti finanziari, che comunque rendono poco perché i tassi sono bassi e in alcuni casi anche negativi, ma che perlomeno saranno regolati in una valuta forte.

Cosa si dovrebbe fare? Beh, consentitemi di dire che innanzitutto io sono ottimista nonostante il quadro complessivo. Sono ottimista perché fino ad ora, credetemi, si è intervenuto solo ai margini. C'è una Ferrari che è la BCE che è come se fosse tenuta in garage, e potrebbe essere impiegata al 100%. Scusate se parlo solo della Banca Centrale, so che ci vorrebbero delle manovre fiscali che vadano di pari passo con quelle monetarie, ma si tratta di interventi che richiedono tempo. E intanto che si fa? Si tratta di avviare una serie di interventi che condividano i rischi; ne abbiamo già proposti: il punto punto è che lo *spread* vada a zero. Come si ottiene questo risultato: la Banca Centrale interviene sui titoli di Stato. Come secondo punto: il sistema bancario torna ad erogare prestiti all'economia reale

grazie ai T-LTRO, con la T di *targeted* davanti che piace tanto alla BCE. Poi si possono erogare fondi direttamente alla Banca Europea degli Investimenti perché intervenga sulle infrastrutture dov'è necessario, come argomentava correttamente Sandro.

Per far sì che questi interventi funzionino veramente però, è necessario capire il motivo per cui non hanno funzionato fino ad ora. Il punto è che le banche sono stritolate su due fronti: da un lato l'esigenza di regole prudenziali che spingono a detenere sempre più capitale. D'altronde le banche sono oberate dalle sofferenze e dunque è necessario che vengano ricapitalizzate. Dall'altro lato, gli strumenti di intervento che la Banca Centrale ha utilizzato finora spingono le banche a fare guadagni in conto capitale semplicemente attraverso la compravendita di titoli; c'è infatti la BCE che compra a prezzi di mercato in operazioni prive di rischio, mentre per incrementare i prestiti all'economia reale si dovrebbero prendere forti rischi, che sono a loro volta disincentivati dalle regole prudenziali.

Il tema della *bad bank* va affrontato a livello europeo: i crediti *non-performing* a livello europeo sono 1.000 miliardi ed oltre. Certo, in Italia già si arriva a 300, ma il problema è anche europeo. Quindi si pensi ad una *bad-bank* europea che si finanzia emettendo titoli in cui impacchetta i rischi derivanti dalle sofferenze. Questo genere di titoli si chiama *Asset Backed Security* e dovrebbero essere acquistati dalla BCE nell'ambito del *Quantitative Easing*. Non è impossibile, si può fare. Ben Bernanke dichiarò ad ottobre 2012, dopo aver acquistato oltre quattro trilioni di dollari tra titoli tossici e titoli di Stato, che aveva trasformato la *Federal Reserve* in una *band bank* e lo riteneva un nuovo corso di politica monetaria. Ben diversa è stata la gestione del bilancio della nostra Banca Centrale fino ad ora. Quindi in sostanza io non sto chiudendo la porta anche a soluzioni del tipo "*helicopter money*", ma fatte secondo dei criteri precisi che rilancino gli investimenti pubblici. Da questi poi potrebbero ripartire gli investimenti privati ed i consumi. Perché, vedete, se l'Europa riprende a crescere è chiaro che poi anche i prestiti dati a costi zero e senza scadenza possono essere ripagati. Considerando che abbiamo una crisi greca dietro l'angolo e che questa potrebbe accompagnarci di nuovo durante l'estate, bisognerebbe fare quadrato intorno a questa nuova tipologia di soluzioni per capire che non possono più funzionare soluzioni "*extend and pretend*", di cui stanno sicuramente preparando la prossima versione. Risulta necessario quindi progettare una nuova Eurozona in cui i rischi vengano condivisi, ma in tempi certi e non indefiniti. Altrimenti si verificherà quello che è successo negli ultimi quindici anni: un dato su tutti, oltre metà sul *surplus* commerciale tedesco è stato realizzato attraverso il commercio intra-europei con i Paesi Periferici. Grazie a tutti.