



**Milano, 20/5/2017**

**Spazio Megawatt**

**Intervento di Marcello Minenna**

### *Il bilancio di 4 anni*

Buon pomeriggio e ringrazio Enzo Visco per l'invito di oggi.

Comincio subito con qualche numero: 45.000 sono le imprese fallite, 300 miliardi sono i crediti deteriorati lordi delle banche, di cui una buona parte sono interessi, 100 miliardi di euro è il gettito fiscale che è stato perduto tra imprese e banche e  $\frac{1}{4}$  è la quota della nostra produzione industriale andata in fumo negli ultimi anni.

I venti miliardi di riduzione della spesa per interessi grazie agli ultimi interventi della Banca Centrale Europea sono stati completamente parificati, o meglio sarebbe dire volatilizzati, da analoga spesa conseguente ai contratti derivati stipulati dal Ministero diversi anni fa.

Questo è il bilancio degli ultimi quattro anni.

Per la Germania, che è il nostro principale *competitor* all'interno dell'Eurozona, le cose però non sono andate così.

### *L'Italia: un ornamento di una fragile architettura valutaria*

Che noi entrassimo nell'euro con una strada in salita si sapeva; in fondo eravamo quelli con i conti più dissestati. Allo stesso tempo però, secondo me, nessuno si aspettava di diventare un ornamento di un'architettura valutaria così fragile e che alla prima tensione strutturale mostra evidenti segni di cedimento. E questo direi che, a questo punto, è davvero sotto gli occhi di tutti.

L'euro è una merce, e come tutte le merci dovrebbe avere un unico costo e invece nell'Eurozona ne ha diciannove. Tanti sono infatti gli *spread* che per ciascun Paese membro vengono quotati dai mercati finanziari esprimendo di fatto costi diversi per questa unica merce.

Lo *spread* non è un dettaglio. E non solo per le evidenti implicazioni sul costo di servizio del debito pubblico ma anche per le ripercussioni sugli oneri finanziari a carico

del sistema produttivo. Difatti un'impresa produce con capitale e lavoro ma se il capitale costa il 30% in più – perché questo è l'effetto cumulato degli *spread* degli ultimi anni – diventa difficile competere. Svalutare il costo del lavoro non basta.

Un altro problema dell'Eurozona è l'irrilevanza della distinzione tra i *buoninvestimenti* e i *malinvestimenti*. Capisco che in quest'ultima categoria gli italiani siano stati *leader* di settore all'interno dell'Europa, però questo non significa che la distinzione non serva.

Abbiamo un sistema di controllo delle politiche fiscali che usa dell'algebra basata su analisi econometriche che non danno risultati univoci. Mi riferisco al calcolo del saldo strutturale ed in particolare alla grandezza dell'*output gap* (cioè la differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale, quest'ultimo chiaramente molto sensibile alle ipotesi sottostanti). Sono queste le metriche sulla cui base l'Europa ci scrive chiedendoci manovre correttive dall'entrata in vigore del *Fiscal Compact*. Peccato che quella stessa grandezza stimata dai modelli OCSE o Fondo Monetario Internazionale darebbe risultati diversi.

Il *Fiscal Compact* presenta peraltro delle contraddizioni interne: l'articolato, cioè le norme, presentano un accordo europeo anticiclico, cioè che se le cose nell'economia vanno male si dovrebbe consentire agli Stati di spendere di più, mentre l'algebra dell'allegato non lo consente perché è pro-ciclica. Probabilmente il giurista che ha scritto l'accordo non parlava con l'economista che ha scritto l'algebra.

E poi abbiamo gli interventi della Banca Centrale Europea. Lungi da me criticare l'operato della BCE dato che l'aria del consiglio direttivo credo sia veramente pesante, però, vedete, gli interventi non hanno mai avuto quale stella polare la condivisione dei rischi. Piuttosto hanno portato e purtroppo stanno portando ad una nazionalizzazione, ad una segregazione dei rischi nei vari Paesi membri.

### **L'euro: un sistema di cambi fissi**

Peccato che così l'euro diventi un sistema di cambi fissi tra economie eterogenee e divergenti, e nei manuali di economia politica si studia che i sistemi di cambi fissi prima o poi si rompono. Così è stato in Europa con il Serpente Monetario del 1970, con lo SME del 1979 e con il cambio fisso del 2011 tra franchi svizzeri ed euro ma anche – fuori dal nostro continente – con l'esperimento avviato nel 1991 dall'Argentina che fissò il cambio tra peso e dollaro e con quello tentato dalla Cina allorquando nel 2005 fissò una banda stretta di oscillazione tra Yuan e dollaro.

Tutti questi accordi hanno fatto una brutta fine. Cosa avevano in comune? Avevano in comune l'esistenza di più valute e di accordi tra le banche centrali per fissare un cambio o una banda di oscillazione.

Ma allora come sono potuti saltare? Molto semplice: la finanza speculativa ha messo in atto delle strategie che hanno fatto saltare il banco o più precisamente hanno creato squilibri strutturali nei bilanci delle banche centrali.

Ricordiamo tutti il caso dello SME; nel 1992 Soros stimò quante riserve valutarie avevano le varie banche centrali aderenti, valutò che la Banca d'Italia e la Banca d'Inghilterra fossero le più vulnerabili e sferrò l'attacco. In poco tempo non ci fu partita e Italia e Gran Bretagna uscirono dall'accordo valutario.

A settembre del 1992 i nostri tassi a breve schizzarono al 40%, ci prosciugarono le riserve valutarie e l'accordo si ruppe.

È come quando un uomo molto ricco decide di sbancare un casinò di un paese di provincia: ce la fa, a furia di giocare al raddoppio vince lui.

Ma questo è vero se abbiamo più valute, più banche centrali e un pezzo di carta, l'accordo, che fissa i cambi. Ma se esiste un'unica valuta, un'unica banca centrale di un'area che fa diecimila miliardi di euro di PIL siamo sicuri che vada a finire rapidamente così?

È per questo che molti dicono che dall'euro non si torna indietro; l'attacco speculativo opera infatti su altre grandezze dato che non c'è il tasso di cambio. Ed ecco spiegato in prima approssimazione lo *spread* e da qui – date le tensioni che questa variabile crea sulla finanza pubblica – l'esigenza di interventi straordinari della BCE, l'unico strumento veramente operativo nella nostra fragile unione monetaria.

Ma se gli interventi straordinari della banca centrale non si basano sulla condivisione dei rischi purtroppo non si risolve una delle caratteristiche principali dei sistemi di cambi fissi e cioè il trasferimento di ricchezza dai Paesi più fragili verso quelli più forti. Anzi la liquidità della BCE amplifica e accelera tramite la finanza questo “*effetto magnete*”.

Il quadro è disarmante e di sicuro bisogna fare qualcosa.

### **Gli errori fatti**

Prima di presentare alcune proposte, consentitemi di ricordare brevemente gli errori fatti dalla nostra classe dirigente. Il primo, qualcuno potrebbe dire, è stato forse l'ottimismo con cui siamo entrati nell'euro. Può essere; però a ben vedere noi perlomeno avevamo una *view*. Io all'epoca lavoravo in alcuni gruppi di lavoro che erano funzionali alla partenza dell'Eurozona e diretti da alcuni dei suoi padri fondatori. La *view* consisteva nella consapevolezza che l'euro per l'Italia avrebbe qualificato un

compromesso: da un lato vantaggi di finanza pubblica attraverso la riduzione della spesa per interessi e dall'altro svantaggi in termini di competitività del nostro sistema di produttivo per via di un tasso di cambio troppo forte. Era uno scambio che ci poteva anche stare, essendo il nostro un Paese ad alto debito pubblico. Il problema è che poi con la crisi questo vantaggio è saltato ed il compromesso che ha visto l'avvio dell'euro ha mostrato la corda.

Di sicuro un errore è stato consentire un'Unione europea allargata, anzi direi sbracata, a ventisette, oggi ventotto, membri; questo ha infatti grandemente favorito la Germania fornendo forza lavoro a prezzi da sconto e da qui un ulteriore *boost* al mercantilismo tedesco.

E poi la gestione della crisi con una serie di interventi straordinari di una politica monetaria senza condivisione dei rischi, che di fatto ha incentivato la nazionalizzazione dei rischi prima tramite le banche private (con i vari prestiti LTRO) ed ora addirittura tramite le banche centrali nazionali (con il *Quantitative Easing*).

Il *Quantitative Easing* non prevede infatti che sia la BCE a comprare i titoli di Stato; la BCE presta i soldi alle varie banche centrali dei paesi membri affinché siano queste ad acquistarli. Ebbene – vi sembrerà strano – ma questa soluzione non fa che peggiorare il quadro economico generale dell'Eurozona e aumentare le divergenze. Non è un caso che di questi interventi non convenzionali di politica monetaria all'economia reale sia arrivato molto poco.

Per non parlare di tutta una serie di accordi che abbiamo sottoscritto probabilmente senza i doverosi approfondimenti sulle possibili conseguenze. L'accordo istitutivo dello *European Stability Mechanism* o ESM, con cui si è riformato il c.d. “*fondo Salva Stati*” (che per inciso non mi pare di Stati ne abbia mai salvati), ma che invece ha limitato la capacità dei Paesi membri di poter ridenominare il loro debito pubblico in una nuova valuta. In altri termini l'accordo sull'ESM ha posto importanti limitazioni al principio internazionale della *Lex Monetae* riducendo conseguentemente gli spazi di manovra di uno Stato sovrano; spazi di manovra tanto più importanti quanto più si avvicina una fase negoziale per discutere una nuova architettura per l'Eurozona. Oggi, a causa di quest'accordo, metà del nostro debito pubblico, se dovessimo uscire dall'euro sarebbe difficilmente ridenominabile in lire.

E poi – ci ritorno – c'è il *Fiscal Compact* la cui inopportunità è sotto gli occhi di tutti; basterebbe osservare l'ultima legge di bilancio dove due terzi degli spazi di spesa sono bloccati dalle clausole di salvaguardia. Ogni anno abbiamo rinviato a quelli successivi il problema della convergenza verso i parametri di Maastricht e questo, per come funziona il *Fiscal Compact*, ha occupato spazi di spesa via via crescenti nelle varie leggi finanziarie, prima il 20%, poi il 40% e ora siamo al 60%.

Ma la condiscendenza alle richieste dell'Euroburocrazia non ci ha arrecato danni solo sul fronte della gestione del debito pubblico. Ad agosto 2013 – senza aver salvato nessuna delle nostre banche, mentre la Germania, la Francia erano largamente intervenute a tutela dei rispettivi sistemi bancari – abbiamo approvato la Comunicazione dell'Unione Europea sul settore bancario che ha inserito il *bail-in* in maniera morbida nella nostra regolamentazione. Ma i risparmiatori che avevano investito nelle obbligazioni subordinate delle quattro banche regionali “salvate” a novembre 2015 – credetemi – questa morbidezza non l'hanno notata. Per non parlare poi dell'errore di non nazionalizzare il Monte dei Paschi di Siena quando lo avremmo dovuto fare, e lo avremmo potuto fare rispettando le regole dell'Europa, col risultato che il problema si è ingigantito e oggi – in un contesto molto più vincolante – stiamo ancora discutendo con l'Europa su come intervenire. Se MPS fosse stato nazionalizzato nel 2013 – ripeto nel rispetto delle regole europee – oggi la banca pubblica MPS sarebbe lo strumento per governare il tema del salvataggio delle altre banche e dello smaltimento dei crediti deteriorati. Altro che Atlante e fondi avvoltoio, raccomandati dalle regole europee! Avremmo potuto rimettere in operatività quel circuito banca-impresa che è stato alla base del funzionamento del nostro sistema produttivo dal secondo dopo-guerra.

Il Presidente Draghi l'altro giorno ha dichiarato che l'Eurozona è uscita dalla crisi. Sarà pur vero in termini medi ma (ahimè!) i dati medi non risolvono i problemi dei Paesi membri. Anzi, direi che sono molto problematici per la nostra area valutaria date le divergenze interne.

Quest'anno, e mancano oramai pochi mesi, è un anno importantissimo.

Si dovrà avviare la chiusura del ciclo di acquisti del *Quantitative Easing*; i miliardi di euro comprati ogni mese da ottanta sono già passati a sessanta; sui mercati le probabilità che nel 2018 ci sarà un rialzo dei tassi sono già al 30%. Sarà quindi un anno-chiave sul fronte degli interventi straordinari della BCE.

Non solo. Come dicevo, entro il 2017 il *Fiscal Compact* dovrebbe essere ratificato nei Trattati con quell'algebra austera, che non dà spazi al rilancio produttivo di un paese.

C'è dunque da stare attenti. Le decisioni di *policy* di quest'anno possono o meno imprimere un forte cambiamento all'architettura dell'Eurozona.

Pensate che una recente ricerca di un importante operatore di mercato (Astellon) indica che lo sforzo di assorbimento dei titoli di Stato che verrà richiesto al risparmio nazionale per evitare tensioni sul nostro *spread* – a seguito della chiusura del QE e dell'inserimento di limiti alla concentrazione di titoli di Stato domestici nei bilanci di banche e assicurazioni – dovrebbe superare i 450 miliardi di euro.

Ora, che il legame tra banche e Stati sia patologico è un fatto, ma che questo rapporto perverso scaturisca da politiche europee non improntate al *risk-sharing* è una certezza. Insomma c'è una totale inversione delle priorità e delle gerarchie. E il gatto continua a prendersi dalla coda.

### **Cosa fare quindi?**

Cosa fare quindi? Di sicuro bisogna intervenire all'interno dell'Euroburocrazia; l'elezione di Macron e le ultime dichiarazioni di Juncker e della Merkel ci portano, infatti, dritti verso una maggiore segregazione dei rischi, un'Europa a più velocità ed avere quindi più euro. E questo francamente non può andare bene per un Paese come l'Italia.

Cambiare i trattati non è un'opzione; ci vorrebbero anni di lavoro che non abbiamo. Non a caso negli ultimi anni ce la siamo cavata sempre con accordi inter-governativi come quelli dello *European Stability Mechanism* e del *Fiscal Compact*. Il problema è che sono stati accordi nella direzione sbagliata. Dobbiamo trovare altre soluzioni e altri accordi a Trattati invariati.

Di seguito qualche idea.

Il primo intervento riguarda l'operatività della BCE. La nostra banca centrale ha a disposizione lo scudo anti-*spread*; dovrebbe renderlo operativo con obiettivo: "*zero spread in dodici mesi?*". Credetemi: nessun investitore istituzionale si metterebbe contro una banca centrale sapendo di poter realizzare dei guadagni senza rischio attraverso compravendite di titoli di Stato che speculano proprio sul perseguimento di questo obiettivo da parte della BCE. È già successo nel triennio 1997-2000 quando partì l'euro.

Il secondo intervento riguarda il *Fiscal Compact*; gli investimenti produttivi vanno tirati fuori dalla sua algebra. Così, tra l'altro, quest'algebra pro-ciclica verrebbe allineata all'articolato dell'accordo che invece è anti-ciclico. Questo intervento avrebbe, tra l'altro, anche il pregio di prevenire i rischi di un contenzioso che alle brutte uno Stato membro potrebbe anche decidere di considerare come Piano B pur di non sottostare a questo patto suicida.

Infine il *Quantitative Easing*: questo programma non può finire confermando l'architettura a rischi segregati che lo ha caratterizzato sin dalla sua genesi. La BCE dovrebbe ricomparsi dalle banche centrali nazionali i titoli di Stato acquistati nell'ambito del programma, estinguere i connessi prestiti erogati, e assomigliare finalmente un po' alla *Federal Reserve* americana.

Grazie.