

RELAZIONE DI MARCELLO MINENNA



Federconsumatori
Difendiamo valori

**RISPARMIO TRADITO:
COME RECUPERARE LA FIDUCIA
DEI RISPARMIATORI**

6 giugno 2017 dalle 15.00
Camera di Commercio di Ferrara - Sala Conferenze
Largo Castello, 10

LE RADICI DELLA CRISI

Ringrazio la Federconsumatori per l'invito di oggi e per avermi chiesto di rendere una relazione in cui illustrare lo stato dell'arte della nostra economia; non è certo facile rappresentare quanto sia successo in questi anni. Una cosa è certa, il nostro Paese e i nostri risparmiatori sono stati molto colpiti dalla crisi.

Una crisi arrivata da oltreoceano con lo scoppio di una bolla immobiliare; non è una novità, perlomeno da un secolo a questa parte, che le crisi derivino dall'esplosione di bolle nel mercato del *real estate*, ma in questo caso una novità c'è: l'amplificazione degli effetti negativi dello scoppio della bolla determinata dall'utilizzo di derivati e titoli strutturati che reimpacchettavano i rischi delle sopravvalutazioni immobiliari e dei mutui erogati a prenditori poco affidabili (*subprime*).

Una rappresentazione figurativa può aiutare a comprendere la dirompenza dello scoppio di questa bolla. Per far esplodere un palloncino con una membrana molto sottile è sufficiente una modesta quantità di aria; ma se questa membrana è molto spessa, come ad esempio la gomma di un autocarro, per farla scoppiare serve molta più aria e l'impatto dell'esplosione è ovviamente assai più dirompente. Questa metafora si attaglia molto bene alla bolla immobiliare statunitense abbinata ai mutui *subprime*.

I rischi connessi alla sopravvalutazione degli immobili e al credito facile erano stati infatti impacchettati e amplificati attraverso l'ingegneria finanziaria in prodotti finanziari tossici e mal prezzoati, che, attraverso la globalizzazione, erano stati distribuiti anche sui mercati europei e asiatici.

Lo scoppio della bolla *subprime* ha contagiato tutti i mercati in base alla diffusione di questi prodotti strutturati e quindi tutti le economie "finanziarizzate" del pianeta. La conseguente perdita di valore ha colpito banche e intermediari ed il sistema produttivo-industriale in base al livello di interconnessione derivante dal banco-centrismo.

L'incredibile impatto della crisi sul nostro Paese e sull'Eurozona, con qualche eccezione, non è stata solo colpa della finanza tossica *made in USA* ma anche

dell'incapacità di porre in essere adeguate contromisure da parte della burocrazia europea.

Nell'area euro la crisi ha trovato un terreno fertile e accogliente perché c'è stata una mancanza di visione: la nostra classe dirigente non ha saputo esaminare e comprendere tempestivamente quello che stava succedendo. Si potrebbe dire che col senno di poi sono bravi tutti; eppure, come avrò modo di spiegare, qualcosa in più si poteva fare cercando di assumere non dico un orizzonte temporale di lungo periodo però perlomeno di un anno e non tarato esclusivamente sui risultati contabili trimestrali di banche e aziende europee.

Ciò che sarebbe servito (e che, a onore del vero, serve tuttora) sarebbe stato rendersi conto che l'Europa soffre di due problemi: uno di ordine "macro" che riguarda la nostra area valutaria, e l'altro, di ordine "micro", che riguarda il rapporto banca-impresa.

I PROBLEMI "MACRO"

Non è una sorpresa che la nostra sia un'area valutaria non ottimale, così come lo era la Lira; anche le determinanti della non-ottimalità sono simili in quanto derivano dalla circostanza di avere un'unica valuta per aree e regioni del tutto eterogenee. La differenza strutturale però tra la Lira-Italia e l'Eurozona è che lo Stato italiano era consapevole dell'effetto-magnete che un cambio fisso determina attraendo la ricchezza di un Paese verso la parte più ricca e sviluppata. Un effetto, quello del magnete, che portava i governi *pro tempore* ad attuare interventi di convergenza dei cicli economici delle diverse regioni con trasferimenti, investimenti *una tantum* (sebbene talora male impostati) e più in generale politiche fiscali *ad hoc*.

Nell'area euro gli interventi di questo genere sono *parva res* e rispetto alle politiche di *austerità* sono trattati dagli Euroburocrati come *parva materia*.

Eppure è sotto gli occhi di tutti – soprattutto con l'avvento dello *spread* – che l'euro sta funzionando come un sistema di cambi fissi dove peraltro nell'economia finanziaria si negoziano già delle "valute-ombra".

Il problema è che oggi la mancanza di valute differenti e, quindi, dei relativi tassi di cambio impedisce l'attivazione del meccanismo di aggiustamento dei prezzi che invece nel periodo *ante* euro consentiva di far rientrare i divari di competitività tra i vari Paesi. Con la moneta unica ai mercati finanziari rimane una sola valvola di sfogo: lo *spread* che purtroppo, come illustrerò più avanti, amplifica i *gap* competitivi invece che ridimensionarli.

Ma facciamo un passo indietro. Torniamo al '99 quando il Presidente del Consiglio disse: «Con l'euro lavoreremo un giorno in meno guadagnando come se

lavorassimo un giorno in più». Quale fenomeno sottovalutava questa dichiarazione? Quello delle *valute-ombra*.

L'euro debuttava infatti poggiando su un compromesso importante: da un lato l'Italia avrebbe guadagnato la germanizzazione dei tassi di interesse – ossia i nostri tassi si sarebbero scesi al livello di quelli tedeschi – agevolando così la gestione del nostro già elevato debito pubblico e dall'altro lato la Germania avrebbe beneficiato di una sorta di "italianizzazione" del proprio tasso di cambio, vale a dire di un marco più debole con conseguenti benefici per l'industria tedesca a scapito di quella italiana che evidentemente si riteneva potesse essere sacrificata sull'altare del progetto degli "Stati Uniti d'Europa".

L'impatto del sacrificio sembrava peraltro marginale in quanto si riteneva che gli spazi di spesa derivanti dalla riduzione degli interessi sul debito pubblico avrebbero in qualche maniera normalizzato, tramite gli investimenti, questo *gap* sul fronte industriale.

Purtroppo però queste valutazioni non trovarono riscontro negli accadimenti degli anni successivi. Dal 2000 al 2008 l'Italia non fa quello che deve fare. Non interviene sull'infrastruttura del Paese per modernizzarlo e usa male i risparmi sul costo del debito prodotti dalla germanizzazione dei tassi di interesse.

Poi con l'arrivo della crisi l'euro si rivela nella sua natura di sistemi di cambi fissi e si dà il "la" alla *recessionary basis*, cioè la deflazione salariale per compensare gli squilibri sul fronte finanziario e commerciale; il *Jobs Act* non è quindi una decisione di politica economica priva di un sostegno teorico anzi si muove proprio in questo solco; è d'altronde l'unica maniera con cui lo Stato può intervenire per ricreare un minimo di competitività per il nostro sistema industriale. I fattori produttivi sono infatti due: capitale e lavoro. Se il capitale ti costa di più per via dello *spread*, per competere devi abbassare il costo del lavoro.

Purtroppo se l'architettura dell'euro non cambia anche per il futuro dovremo aspettarci interventi decurtativi sul mercato del lavoro perché lo *spread* non è scomparso e difficilmente scomparirà. Se voi confrontate infatti il tasso di interesse sui titoli di Stato tra il 2011 e il 2017 espresso in termini reali, cioè levata l'inflazione, vi accorgete che oggi è più o meno ai livelli del 2011; e non poteva essere altrimenti dato che i fondamentali dell'Italia non sono molto migliori rispetto a quelli di sei anni fa motivo per cui le stime del rischio-Paese da parte delle grandi banche e dei grandi investitori istituzionali non vengono riviste strutturalmente con un *outlook* più positivo rispetto ad allora.

POSSIBILI SOLUZIONI

Per superare lo *spread* servono decisioni di politica economica e monetaria improntate alla condivisione dei rischi; per essere concreti ci vogliono gli

Eurobond, un debito pubblico europeo e un bilancio federale europeo di peso come avviene negli USA. Se questo è il modello allora va importato integralmente. Avete mai visto, infatti, negli Stati Uniti tanti titoli di Stato per quanti sono gli Stati della federazione? No, c'è un bilancio federale molto capiente e il debito pubblico è uno solo.

Nel breve-medio periodo è la BCE che dovrebbe farsi carico di avviare l'azzeramento dei differenziali di rendimento tra titoli *sovereign* dell'area euro attivando lo scudo anti-spread e stabilendo un obiettivo "zero-spread". Primo *task*: chiudere il *Quantitative Easing* acquistando dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) i titoli di Stato che queste hanno comprato nell'ambito di questo programma e estinguendo in tal modo i finanziamenti che le BCN hanno acceso con l'EuroTower per ottenere la liquidità necessaria all'operatività prevista dal QE.

Ahimè non vedo però grandi spazi di manovra. Macron in campagna elettorale aveva fatto delle aperture verso gli *Eurobond*, ovvero a soluzioni di indebitamento pubblico basate sulla condivisione dei rischi, come avviene in qualsiasi area valutaria. Ma a seguito dell'incontro con la Merkel subito dopo le elezioni, il neo-Presidente francese ha fatto un passo indietro riposizionandosi su programmi di politica economica che hanno ben poco a che fare con la condivisione dei rischi. E non solo in campo finanziario, ma anche su altri grandi temi come l'energia, l'immigrazione e la difesa. Sembra veramente inesorabile che si vada verso un'Europa a più velocità. Ed è un peccato perché più velocità vuol dire cicli economici e finanziari sempre più disallineati e divergenti con la conseguente amplificazione di forze centrifughe che non potranno che portare alla disgregazione della moneta unica.

I PROBLEMI "MICRO"

Veniamo ora alle questioni di ordine "micro". Ricorderete tutti nel 2008 quando il Ministro dell'Economia *pro tempore* dichiarò che il sistema bancario italiano era più solido di quello di altri Paesi, che il nostro sistema industriale era solido e che ci aveva salvato il fatto che in alcune banche italiane non si parli inglese ma si parli con le imprese.

Queste dichiarazioni trascuravano però di considerare un elemento fondamentale: se la crisi morde le imprese falliscono. In un sistema banco-centrico come quello che caratterizza l'area euro il fallimento delle imprese implica che le banche non possono ricevere indietro il denaro prestato e, se le banche realizzano delle perdite, bloccano l'erogazione di nuovi crediti. È un cane che si morde la coda, un *vicious loop* che negli ultimi anni ha portato a 45.000 fallimenti e 100 miliardi di euro di perdita di gettito per lo Stato. Perché quando un'impresa fallisce o è in difficoltà, smette di pagare le tasse perché non ha più utili. E quando una banca ha

i crediti deteriorati e quindi contabilizza minusvalenze su crediti, quelle minusvalenze danno benefici fiscali, cioè un credito fiscale verso lo Stato.

Con 100 miliardi di euro di mancato gettito è ovvio che si devono emanare delle leggi di stabilità recessive (i c.d. “consolidamenti fiscali”), perché le entrate mancano ma il bilancio va comunque chiuso in qualche maniera.

Anche su questo aspetto “*micro*” vedo però poche idee e spesso confuse. Non si riesce a trovare una modalità per ripristinare quella relazione virtuosa banca-impresa che nel secondo dopoguerra ha fatto grande il nostro Paese all’interno dell’Europa e anche rispetto agli altri contesti internazionali.

Non comprendere all’apice della crisi che il sistema bancario andava aiutato se non in larga parte nazionalizzato è stato quello che in inglese si chiama “*fatal error*”. Sebbene nell’ultimo dopo-guerra la banca pubblica sia stata la colonna portante dello sviluppo del nostro Paese, c’è stata e c’è tuttora una forte resistenza all’intervento dello Stato nell’economia. Anche perché lo Stato, non si può omettere di dirlo, negli ultimi 15-20 anni non ha certo brillato per la capacità di mettere a segno investimenti pubblici di qualità e di successo, i c.d. “buoninvestimenti”. Anzi.

C’è stata e c’è pertanto un’elevata ostilità da parte delle associazioni industriali e finanziarie nei confronti dei governi *pro-tempore* e probabilmente neanche la classe politica che guida il Paese ha tanta voglia di prendersi simili responsabilità.

Mentre in altri Paesi dell’Eurozona e negli Stati Uniti si interveniva a sostegno delle banche domestiche, da noi il problema veniva sistematicamente rinviato. Qualche numero: dopo l’amara lezione data dal fallimento di Lehman Brothers, gli USA hanno stanziato 400 miliardi di dollari per salvare 700 banche. E questo dà l’idea di quanto sia importante il ruolo della politica: una decisione sbagliata, come appunto quella di lasciar fallire Lehman Brothers, ha generato problemi enormi. Però almeno il Governo americano ha fatto tesoro dei propri errori ed è stato capace di re-intervenire; ancora oggi nell’attivo della *Federal Reserve* ci sono quasi 2.000 miliardi di dollari di titoli-spazzatura, tra cui quelli legati ai vecchi mutui *subprime*. Non a caso nel luglio 2012 l’allora Presidente della FED, Ben Bernanke dichiarò con grande serenità: “*Ho trasformato la Federal Reserve in una bad bank ed è un nuovo corso di politica monetaria*”, rispondendo così a quegli investitori istituzionali che lo criticavano e magari pensavano di lanciare chissà quale attacco speculativo. Il segnale fu forte e chiaro: la FED non teme nulla ed è disposta a tutto. Credetemi in simili condizioni nessun investitore si mette contro la Banca Centrale; più facile mettersi in scia e tentare operazioni di arbitraggio sulla base delle sue *minutes*. Insomma difficile per un’area valutaria come il dollaro e per una Banca Centrale come la FED trovarsi in una situazione come quella del Sistema Monetario Europeo di settembre 1992, quando George Soros prese le misure delle riserve valutarie detenute dalle Banche Centrali dei Paesi aderenti allo SME e

sferrò un attacco speculativo sul FOREX che costrinse Italia e Inghilterra, dopo una strenua difesa da parte delle rispettive Banche Centrali, ad uscire dalla banda fissa di oscillazione dei cambi.

In questa prospettiva, l'Eurozona ha tutti i requisiti dimensionali per non subire attacchi speculativi da parte dei mercati finanziari, ma le decisioni di *policy* sono fondamentali e devono avere come stella polare il *risk-sharing* e purtroppo sinora non è stato così.

Torniamo ora alle cifre sugli aiuti alle banche, questa volta avendo a riferimento l'Europa. La Germania è intervenuta con oltre 240 miliardi di euro; la Gran Bretagna, la liberista Gran Bretagna, con oltre 160 miliardi di euro; la Spagna con 50 miliardi di euro più 50 provenienti dai *partners* Europei (Italia compresa); l'Irlanda con 42 miliardi di euro, l'Olanda con 36, l'Austria con 28, il Belgio e il Portogallo con 20 miliardi ciascuno. E l'Italia? 4 miliardi di Monti-Bond peraltro già restituiti dal Monte dei Paschi allo Stato. Ora vedete, quando io lessi la disposizione sui Monti-Bond, mi dissi: «*Qui c'è una strategia*». I Monti-Bond erano infatti titoli convertibili in azioni sostanzialmente a discrezione dello Stato ossia appena fosse mancato il pagamento anche di una sola cedola e proprio a causa di questa opzione di conversione erano molto onerosi per il Monte dei Paschi.

Durante un incontro a porte chiuse con alcuni investitori istituzionali a Londra ospitato dall'*Official Monetary and Financial Institution Forum*, tutti, credetemi tutti, davano per scontata la prossima nazionalizzazione della banca. E tutto sommato era un'ottima idea. Avere una banca pubblica in quel momento storico voleva dire avere un volano per altri interventi pubblici a sostegno di altre banche. I Monti-Bond erano infatti titoli emessi prima del provvedimento del 1° agosto 2013, la famosa Comunicazione sul settore bancario, votata anche dall'Italia, che purtroppo ha introdotto nella regolamentazione europea (e quindi anche in Italia) una prima versione *soft* del *bail-in* nella forma del c.d. *burden sharing*, vale a dire quel meccanismo che consente allo Stato di intervenire a sostegno di una banca in crisi solo dopo che azionisti e portatori di obbligazioni subordinate hanno subito l'azzeramento del loro investimento.

Pensate come sarebbe stata diversa la gestione della crisi delle 4 banche regionali "salvate" nel novembre 2015 o delle banche venete se il Monte dei Paschi fosse stato nazionalizzato.

I problemi del nostro sistema bancario non sono però solo una questione di regole. Così come ci sono stati sul fronte dell'economia reale i "malinvestimenti", sul piano finanziario l'esplosione dei crediti deteriorati (i c.d. "*Non-Performing Loans*" o NPL) è stata favorita anche da politiche di erogazione del credito eccessivamente lassiste che hanno reso possibile l'erogazione di finanziamenti a prenditori non meritevoli. Questo è il principale motivo per cui non si può sapere a chi fanno capo i crediti deteriorati; nel nostro Paese l'*accountability* è un tabù! Eppure capire

cosa sia successo e fare un minimo di ricostruzione storica è veramente la base per poter ripartire imparando dagli errori come Gian Battista Vico ci insegna.

Viste le debolezze che hanno colpito il mondo bancario e quello industriale nei nostri tempi, ora il punto diventa comprendere come venire fuori da questo pantano. Sicuramente non se ne esce con l'approccio degli *euristi* senza se e senza ma, per cui l'euro è la più grande cosa che abbiamo fatto per il nostro Paese.

Sapete bene che io sono assolutamente convinto dell'importanza dell'euro sebbene ritenga che l'architettura della nostra area valutaria vada rivista e completata. Ho scritto anche dei manuali di cui uno in inglese per spiegare come l'euro andrebbe rivisto, e ritengo che l'*Italexit* potrebbe essere problematico per diversi motivi. Allo stesso tempo però sono anche critico verso gli interventi approntati dall'Euroburocrazia e sono certo che – se continueremo di questo passo a colpi di svalutazioni salariali e di ribassi competitivi dei prezzi per risolvere il problema tra Paesi debitori e Paesi creditori dell'Eurozona – non andremo molto lontano e anzi rischieremo l'implosione.

Il caso-Grecia va identificato come l'errore di *policy* da cui imparare e va quindi superato a meno che non si ritenga naturale effettuare diciassette riforme pensionistiche in meno di cinque anni.

Si deve prendere atto del fatto che, a causa dell'effetto-magnete di cui ho detto prima, la Germania ha drenato ricchezza dai Paesi periferici e si tratta di cifre importanti, superiori ai 100 miliardi di euro. Ed è da questa consapevolezza di indebiti trasferimenti di ricchezza tra le economie dei Paesi della nostra unione monetaria che bisogna partire per rivedere l'euro con buona pace degli *euristi* che peraltro, perdonatemi, sono in larga parte esponenti di quella classe dirigente che ha determinato (o comunque non ha ostacolato) quelle politiche economiche che ci hanno portato in questa situazione così fragile con un debito pubblico ingestibile se non si ripristina la crescita.

Sono sempre loro d'altra parte che invece di identificare una modalità per ripristinare un rapporto virtuoso tra banca-impresa attraverso un'adeguata presenza dello Stato, predicavano un liberismo spinto che peraltro a mio avviso non ha neppure favorito più di tanto il nostro sistema industriale e che anzi ha portato alla ribalta il capitalismo di relazione.

POSSIBILI SOLUZIONI

Comprese le strade da non seguire e completata la *pars destruens* della nostra disamina veniamo alla *pars construens* con tre proposte.

La prima riguarda l'Unione Bancaria. A livello Europeo abbiamo siglato un accordo che prevedeva tre pilastri: il *bail-in*, la vigilanza unica, e il Fondo Europeo di tutela

dei depositi. E francamente trovo incredibile che un solo Paese, cioè la Germania, possa bloccare il completamento di un accordo che è stato già siglato. L'egemonia tedesca deve essere arginata e l'accordo rispettato e attuato in tempi rapidi.

Le altre proposte riguardano il problema dei crediti deteriorati che può essere efficacemente affrontato e superato con due potenziali soluzioni. Prima di entrare nel merito consentitemi alcune considerazioni.

Innanzitutto rammento che, sì, il nostro sistema bancario ha oltre 300 miliardi di crediti deteriorati lordi però quasi metà di questa cifra sono interessi. Interessi di cui una parte, essendo stato dichiarato nel 2014 illegale l'anatocismo, è calcolata secondo modalità che allo stato attuale non sono neanche ritenute corrette. Stenderei poi un velo pietoso su alcune iniziative parlamentari di maggioranza funzionali al ripristino della pratica dell'anatocismo. Tornando ai 300 miliardi di NPL lordi e compresa la loro effettiva composizione, si tratta di estrarre il massimo valore possibile da questi crediti deteriorati ed evitare che vadano svenduti a prezzi da saldo a società specializzate secondo la logica dei «*pochi, maledetti e subito*». Non a caso queste società sono chiamate *fondi-avvoltoio* (in inglese: *vulture companies*) e non a caso probabilmente i nostri controllori non hanno dato tante licenze a società di questo tipo sul nostro territorio.

Il problema però è che in un mondo globalizzato, dove i capitali si spostano in tempo reale, non avere simili società in Italia implica che l'estrazione di valore dai crediti deteriorati, se affidata ai *fondi-avvoltoio*, esca dai confini nazionali. Insomma al danno di non lasciare questo valore nelle nostre banche si unisce la beffa di vederlo fuoriuscire dal Paese.

Questo *modus procedendi* non va bene ed è per questo che vanno respinte le recenti linee di indirizzo della Banca Centrale Europea che spingono le banche a smaltire rapidamente i NPL mettendosi nelle mani delle *vulture companies*. Non a caso hanno trovato addirittura una ferma opposizione della stessa Banca d'Italia il cui Governatore ha sottolineato l'inefficienza di svendere i crediti deteriorati a metà del loro valore di recupero.

Peraltro, considerato che al momento il costo del denaro è praticamente zero, il realizzo delle sofferenze in tempi rapidissimo attraverso la vendita alle società-avvoltoi non offre alcun beneficio sostanziale collegato al valore finanziario del tempo.

L'unico argomento valido a supporto dell'esigenza di trovare una rapida soluzione del problema è il fatto che se non sblocciamo la situazione dei crediti deteriorati, per via della disciplina prudenziale sui requisiti patrimoniali delle banche, si blocca la capacità di erogare nuovo credito. Ecco perché il problema va affrontato e anche subito ma certo non ricorrendo ai *fondi-avvoltoio*.

La prima possibile soluzione è quella di ipotizzare un società-veicolo cioè una *bad bank* (o, equivalentemente, un'*asset management company*) a livello europeo. Non ci deve stupire questa ipotesi di lavoro dato che il problema dei crediti deteriorati è un problema europeo che cuba 1000 miliardi. Questo non significa dimenticare che il nostro Paese è al primo posto nel contribuire a questa cifra e che in termini relativi (rispetto alle dimensioni del nostro sistema bancario) il quadro nazionale è particolarmente critico; cionondimeno il problema è un problema Europeo e che quindi va affrontato in Europa.

Da qui la mia proposta di realizzare un veicolo europeo che, attraverso un po' di finanza strutturata fatta bene e l'innesto di garanzie degli Stati-membri remunerate a valore di mercato, consenta di rilevare dalle banche i crediti deteriorati a prezzi prossimi al loro valore netto contabile finanziando gli acquisti con titoli che a loro volta potrebbero essere comprati dalla Banca Centrale Europea nell'ambito del lato privato del *Quantitative Easing*; un po' come ha fatto la *Federal Reserve* con *Fannie Mae* e *Freddie Mac* all'epoca dei *subprime*.

Si tratta di mettere in piedi una grande operazione di cartolarizzazione che peraltro avrebbe il pregio di mostrare anche al pubblico degli investitori che la finanza non è sempre e comunque il male. La finanza può infatti creare valore non solo distruggerlo. A livello di norme i margini di manovra ci sono perché nel novembre 2014 la BCE prese una decisione (*Decision*) proprio per consentire l'ammissibilità degli acquisti degli *asset backed securities* (cioè i titoli emessi a fronte delle operazioni di cartolarizzazione); in particolare, in quella *Decision* si stabilì che la *tranche* di qualità intermedia (c.d. "*mezzanina*"), laddove garantita dallo Stato e una volta superati alcuni test di *due diligence* potesse essere comprata dalla Banca Centrale Europea. Guarda caso quel provvedimento si è arenato; forse perché portava un po' di condivisione dei rischi a livello di Euro-Sistema nella gestione del debito privato? A voi l'ardua sentenza.

La seconda possibile soluzione potrebbe essere implementata a livello nazionale; sono convinto che una volta realizzata molti altri Paesi membri ci copierebbero. Si tratta di un provvedimento *una tantum* che vada a sincronizzare la contabilità delle imprese con la contabilità delle banche sul valore dei crediti deteriorati e prevedendo un intervento di supporto dello Stato a valori di mercato.

Innanzitutto, prima di illustrare i dettagli di questa proposta, che peraltro è stata ripresa in un paio di disegni di legge, dovremmo capire una cosa. Lo Stato interviene anche se non interviene. Lo Stato interviene, infatti, sia a livello di gettito fiscale attuale sia a livello di gettito fiscale prospettico. Un'impresa che sta bene paga le tasse, un'impresa che sta male non le paga. Una banca che matura solo sofferenze e crediti incagliati paga meno tasse di una banca che riesce a erogare il credito e fare utili. Come ho già detto negli ultimi quattro anni lo Stato ha perso 100 miliardi di euro sotto forma di mancato gettito fiscale.

Questo circolo vizioso va bloccato. Faccio un esempio numerico per rendere più agevole l'illustrazione del ragionamento: un credito deteriorato che originariamente valeva 100 euro ed ora è iscritto a 40 nel bilancio della banca perché è stato svalutato per 60, equivale a dire che lo Stato ha perso gettito fiscale per 30 (i.e. la metà di 60 assumendo per semplicità un'aliquota del 50%) per via della disciplina sui crediti fiscali. L'impresa però rimane indebitata a 100; il suo debito non viene aggiornato al valore di 40.

E quando il fondo-avvoltoio si compra il credito dalla banca ha dunque il diritto di chiedere 100 all'impresa acquisendo così elevate probabilità di estrarre molto valore da quel credito e, quindi, dall'impresa stessa; peccato però che il prezzo di questa estrazione di valore sia lo smantellamento dell'impresa e che quindi questa operatività equivalga ad una distruzione del nostro tessuto produttivo.

La svalutazione del credito da parte della banca ha peraltro l'effetto di segnalare l'impresa in centrale dei rischi come cattivo pagatore con la conseguenza di bloccarne l'accesso al credito.

L'interazione con il fondo avvoltoio, poi, difficilmente avviene al valore di carico del credito deteriorato, cioè 40, e quindi anche la banca consegue una perdita da contabilizzare nell'anno in corso. Se si ipotizza un'alienazione a 15 nel nostro esempio la banca conseguirebbe una perdita ulteriore di 25 euro.

Sulla base di queste considerazioni stilizzate è chiaro che seguendo la strada indicata dalle recenti linee-guida della BCE ci troviamo – per dirla *à la Nash* – in un “*dilemma del prigioniero*” cioè un gioco sempre a esito negativo per il sistema-Italia.

Ma allora perché non ipotizzare in alternativa un provvedimento in cui quel credito deteriorato viene trasformato in un credito *in bonis* attraverso un doppio passaggio: l'abbinamento di una garanzia statale pagata a prezzo di mercato e l'autorizzazione all'impresa ad aggiornare nella sua contabilità la posizione debitoria al valore netto di 40 euro che risulta dalla contabilità della banca finanziatrice? Una simile soluzione avrebbe molteplici vantaggi. Innanzitutto un credito garantito dallo Stato porta la scomparsa dell'impresa come cattivo pagatore dal radar della Centrale dei Rischi, e quindi l'impresa riottiene l'accesso al credito; la banca, a sua volta, si trova nelle condizioni di gestire nel tempo l'esposizione creditizia verso l'impresa nel tempo ed acquisisce margini di manovra per reimmettere nel sistema produttivo la liquidità che riceve dagli interventi straordinari della Banca Centrale Europea.

Va da sé che bisognerebbe stare attenti a non trasformare questo provvedimento in una sorta di condono, e a tal fine sarebbe fondamentale fare un *assessment* circostanziato, dati alla mano, delle imprese meritevoli di avere accesso a questa opportunità e di quali siano i crediti assoggettabili a un simile intervento. Da stime preliminari ritengo che con 5-6 miliardi di euro si potrebbero gestire

proficuamente un centinaio di miliardi di NPL e riavviare in maniera costruttiva il rapporto banca-impresa.

CONCLUSIONI

L'alternativa? L'alternativa credetemi non è stupenda, usando una parola un po' atecnica. Perché sul fronte macro non intravedo segnali concreti da parte dell'Euro-burocrazia di farci sconti o di introdurre il *risk-sharing* nelle *policies* dell'Eurozona. Ci danno dei risicati margini di manovra solo quando intravedono qualche elemento positivo e inatteso nei nostri fondamentali. Prova ne è lo sconto di 10 miliardi di euro concesso alla luce dell'ultimo dato inaspettato di aumento dello 0,4% del PIL.

Il problema è che non si tratta di dati strutturali e, nel caso di specie, è inappropriato paragonarlo al dato tedesco (+0,5%). Infatti, mentre lo 0,5% di crescita del PIL della Germania è fatto dagli investimenti, il nostro incremento dello 0,4% proviene sostanzialmente da consumi finanziati a debito. In altri termini: dopo sette anni di austerità alle nostre famiglie si è rotto il frigorifero e quindi lo devono sostituire con uno nuovo comprato a rate. Dopo il frigorifero sarà la volta della lavatrice e poi della macchina ma credetemi così non si va lontano. Ci vuole un cambio di passo! Il problema è far ripartire anche la produzione industriale dove l'Italia è in correlazione negativa con il resto dell'Eurozona, come si vede anche dalle tabelle allegate alla Relazione del Governatore della Banca d'Italia del 31 maggio scorso. L'ultimo dato sulla produzione industriale italiana è ben sotto il -2%, mentre il resto dell'Eurozona senza dei noi fa +3%.

Sarà pur vero che l'industria non è la gran parte del nostro prodotto interno lordo, sì ma è un pezzo, ed è un pezzo che potrebbe avere tutt'altra funzione e tutt'altro peso se non continuassimo a sgretolarla per via della mancanza di investimenti fissi lordi oggi al livello più basso degli ultimi nove anni.

Credo che bisogna avere un po' di coraggio, cercare di guardare un pochino più in là di un orizzonte di breve periodo, avviare delle discussioni con l'Europa funzionali ad una nuova architettura *risk-shared* sul fronte dei debiti pubblici e privati e soprattutto far capire che difendere questo *Patto di Stabilità* equivale ad inserire un patto di stupidità nei nostri Trattati. Grazie.