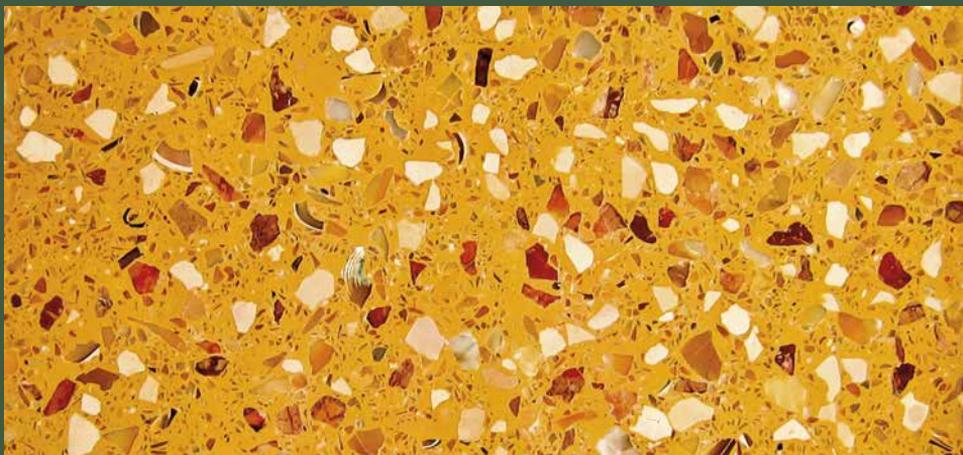


alternative per il **SOCIALISMO**

BIMESTRALE DIRETTO DA FAUSTO BERTINOTTI

MAGGIO - GIUGNO 2017 NUMERO 44



FUORI DAL SEMINATO

Apriamo il dibattito e ripartiamo dalle proposte del reddito di cittadinanza e della riduzione dell'orario di lavoro ▶ La globalizzazione, la deglobalizzazione e l'Europa: la lotta di classe dopo la lotta di classe ▶ Diario francese di un'elezione (im)prevedibile ▶ I dilemmi strategici di Podemos ▶ I crimini dell'Ue contro gli "indesiderabili" ▶ Il divorzio operaio della sinistra ▶ Viaggio politico nell'ultima grande fabbrica meridionale ▶ Orario, salario e tempi di vita nell'era 4.0 ▶ Donne e politica: un'interpretazione delle manifestazioni femministe, la rivoluzione degli ombrelli polacca, l'8 marzo e il primo sciopero della riproduzione sociale

*Bertinotti, Gianni, Garibaldi, Beolchi, Minenna, Rivera,
Nocera, Campetti, Agostinelli, Assennato, Monereo, Di Siena,
Pomeranzi, Kranopolska, Serughetti, Morini, Zamponi*

SALVARE L'EURO: DAL RIGORE A SVILUPPO GENERALE E CONDIVISIONE DEI RISCHI

Ricorrono i sessant'anni del Trattato di Roma. L'anniversario ci deve ricordare che quella europea è una costruzione che ha garantito la pace i cui benefici, anche in termini economici, sono immensi e non possono essere sottovalutati quando si mettono a bilancio costi e vantaggi dell'appartenenza all'Unione europea.

Il percorso della pace, tuttavia, non è irreversibile. Per restare aperto ha bisogno di alimentarsi con democrazia, libertà, uguaglianza, prosperità e solidarietà. Sono questi obiettivi ambiziosi, non facili da perseguire, soprattutto in un'Unione allargata (a 28 Paesi, includendo ancora la Gran Bretagna, 19 dei quali aderenti all'Eurozona) ed eterogenea. Non a caso recentemente l'ex Presidente francese, Valéry Giscard d'Estaing, ha ammesso l'errore politico del prematuro allargamento dell'Unione agli ex Paesi dell'est. Operazione avventata in quanto non preventivamente supportata dall'aggiustamento della *governance* europea, pensata per una "mini-Europa" a sei.

Si tratta di un errore politico che fa il paio con quello che spinse la Francia a pretendere, in cambio dell'unità tedesca e a garanzia dei timori che essa evocava, l'adozione di una moneta unica. Errore politico, solo ed esclusivamente perché l'Europa arrivò alla moneta unica troppo in anticipo, impreparata: come "Unione" e non come "Stati Uniti".

È per questi motivi che ogni considerazione circa il c.d. triangolo "economia reale – Unione europea – moneta unica" deve muovere dall'assunto che esso è solo una manifestazione del triangolo "industria-politica-finanza". Perché questi "triangoli" siano in equilibrio, occorrerebbe che ovunque, nell'Unione, ci si trovi in presenza di stessi costi, stesse regole, stessa moneta.

Per contro, la scelta di realizzare la moneta comune e quella di perseguire solo parzialmente l'uniformità delle regole, avendo sostanzialmente escluso – spesso per l'opposizione di quella stessa Gran Bretagna che ora, ironia della sorte, sta lasciando l'Unione – dal processo di convergenza normativo proprio le regole che presiedono lo stato sociale, il lavoro e la fiscalità, hanno generato una situazione in cui i costi, per le imprese, le famiglie e gli Stati, non sono uniformi.

L'euro e le "valute-ombra" dell'Unione europea

In realtà non è nemmeno corretto dire che con l'Euro i Paesi aderenti all'Unione Monetaria si sono dotati della stessa moneta. Infatti, sul piano finan-

ziario abbiamo progressivamente assistito alla nascita di “*valute-ombra*”: l'Euro-lira, l'Euro-marco, l'Euro-franco, l'Euro-dracma, l'Euro-peseta, e così via. Per capire questo fenomeno facciamo un passo indietro. Prima dell'Euro i movimenti dei tassi di cambio assecondavano i differenziali dei tassi di interesse tra i diversi Paesi secondo la direzione prevista dal rispetto della parità dei tassi di interesse tra diverse aree valutarie. Nel 2000 l'avvento dell'Euro e la conseguente scomparsa dei tassi di cambio hanno portato anche alla (temporanea) sparizione dei differenziali tra i tassi di interesse.

Ma questa situazione è potuta durare solo sino a quando i mercati non hanno cominciato ad apprezzare diversamente il rischio di credito dei vari Paesi dell'Eurozona. Con l'avvento della crisi il rischio di credito è diventato una determinante fondamentale del tasso di interesse dei diversi Paesi e così è rinato lo *spread*, cioè sono tornati i differenziali di tasso di interesse tra i diversi Paesi. Stavolta però si tratta di differenze dovute al diverso rischio di credito di Paesi appartenenti ad una stessa area valutaria e che non possono essere più “accomodate” da movimenti del tasso di cambio. La regola aurea della parità che aveva caratterizzato il periodo pre-Euro non può trovare più applicazione e il diverso merito creditizio degli Stati membri trova espressione in una persistente diversità nel costo del denaro.

Questo fenomeno può essere inquadrato molto bene considerando i premi o *spread* relativi ai contratti derivati chiamati *credit default swap* (Cds), attraverso i quali la parte acquirente (Cds *buyer*) paga appunto un premio alla parte venditrice (Cds *seller*) in cambio di una protezione dalla manifestazione del rischio di credito di un determinato soggetto, nel caso di specie un emittente sovrano dell'Eurozona.

Analizzando la dinamica del differenziale tra i Cds *spread* dei diversi Paesi membri dell'area euro dal 2008 in avanti si osservano forti similarità rispetto all'andamento del tasso di cambio tra gli stessi Paesi nel periodo pre-Euro. In altri termini, gli *spread* dei diversi Paesi possono essere interpretati come la “*valuta-ombra*” specifica di ciascuno di quei Paesi, mentre i differenziali di *spread* possono essere visti come dei tassi di cambio tra queste “*valute-ombra*”. Questo significa che sul piano dell'economia reale il rapporto tra due Paesi dell'Eurozona è un rapporto di cambi fissi ma che su quello finanziario è invece necessario uno sfogo dei differenziali di rischio di credito (non gestiti a livello delle istituzioni politiche e monetarie) ed esso trova forma appunto negli *spread*.

Semplificando al massimo: un caffè ha lo stesso prezzo in tutte le capitali dell'area euro, ma il sistema finanziario non regola in Euro *tout court*, bensì in Euro maggiorati dello *spread* di ciascun Paese. Tenuto conto dell'elevato grado di finanziarizzazione dell'economia (nel 2008 il peso delle attività finanziarie a livello mondiale era mediamente pari a circa dieci volte quello delle attività reali), si tratta di un fenomeno destinato ad avere forti ripercus-

sioni sul funzionamento della moneta unica e delle economie che ne fanno parte. Non solo per via del diverso costo di servizio del debito pubblico ma anche per le ricadute in termini di differenti oneri finanziari sulle imprese e, quindi, di disparità competitive.

In Italia, ad esempio, l'aumento dei rendimenti governativi rispetto ai Paesi *core* ha peggiorato sensibilmente le condizioni di finanziamento del sistema produttivo, con dolorose ripercussioni: taglio dell'occupazione e calo dell'*output* manifatturiero (-12% dall'inizio della crisi).

L'euro: un progetto immemore delle sue origini storiche

Il crescente disallineamento dei cicli economico-finanziari degli Stati membri risente della mancanza di meccanismi di riequilibrio a livello centralizzato in grado di favorire percorsi di convergenza. Se i cosiddetti Paesi "virtuosi" continueranno a pretendere che gli altri si autocorreggano attuando austere riforme interne, questi ultimi sono destinati a dare solo temporaneo sollievo ai conti pubblici, ma in prospettiva non potranno che minare i presupposti della loro crescita, come insegna la recente esperienza greca. Per questa via le divergenze si amplificheranno a prescindere dai sacrifici imposti, con conseguente aumento del malessere sociale e dell'instabilità politica e con la proliferazione di movimenti populistici, antieuropei e nazionalisti.

Per combattere questa deriva, far sopravvivere ed evolvere il sogno europeo, è necessario ridefinire le regole, favorendo sviluppo, crescita e benessere; passando per la condivisione dei rischi (*risk-sharing*), visto che nessuno mette in dubbio quella dei benefici. D'altronde, si tratta solo di rispettare i principi generali dei Trattati europei e, a ben guardare, c'è un precedente illustre. Illustre per il soggetto che ne ha beneficiato, la Germania, e per le sue motivazioni: la presa di coscienza che per assicurare pace e prosperità all'Europa era necessario che gli Stati del vecchio continente si dessero una mano, rendendosi disponibili ad accollarsi, *pro quota*, anche gli errori degli altri.

È questo ciò che accadde al debito di guerra tedesco che, dopo il 1945 aveva raggiunto i 23 miliardi di dollari (di allora), cifra che equivaleva al 100% del Pil, che la Germania non avrebbe mai potuto ripagare e che indusse gli altri Paesi (Italia e Grecia compresi) a rinunciare a più della metà delle somme loro dovute. Infatti, il 24 agosto 1953, a Londra 21 Paesi aderirono a un trattato (*"Abkommen über Deutsche Auslandsschulden e Londoner Schuldenabkommen"*) in base al quale i debiti furono ridotti da 23 a 11,5 miliardi di dollari e i relativi pagamenti dilazionati in trenta anni.

La memoria storica (si sa) non è una virtù diffusa ma non occorre risalire sino al 1953 per trarre la lezione: in realtà, il debito non fu esattamente dimezzato ma il pagamento della metà residua fu condizionato all'eventuale riunificazione delle due Germanie. Tuttavia, quando ciò finalmente accadde, il Cancellie-

re Kohl chiese e ottenne che questa seconda parte del debito non fosse saldata. Così facendo, gli altri Paesi, tra cui quelli ora considerati “periferici” o del *Club-Med*, finanziarono la riunificazione della Germania che certo i tedeschi ebbero il merito di portare a termine con l’usuale efficienza e senza sprechi. Con ciò, gli altri Paesi non solo evitarono il tracollo finanziario della Germania ma le consentirono di uniformare quell’infrastruttura industriale che ora viene usata proprio per produrre il *surplus* commerciale che ora li depaupera di un’importante fetta della loro domanda proveniente dall’estero.

La memoria storica. Un bene che scarseggia, soprattutto quando si evoca la necessità di rigore e rispetto delle regole da parte dei Paesi del *Club-Med* (Italia *in primis*) ma che cozza con la disinvoltura con cui i Paesi che si autodefiniscono “virtuosi” applicano le regole a loro stessi. Qualche altro esempio è utile a rilevare l’inversione di rotta che ha caratterizzato i più recenti anni di vita della moneta unica rispetto allo spirito di coesione e di condivisione del periodo post-bellico in cui si crearono i presupposti per l’esistenza stessa dell’Euro. Iniziamo con i problemi del sistema bancario e con i “muri” che sono stati eretti per isolarlo all’interno dei confini di ciascun Paese-membro in un’ottica di pura segregazione dei rischi. Ad agosto 2013 la Comunicazione sul Settore Bancario ha introdotto il *burden sharing*, poi diventato *bail-in* da gennaio 2016, che riversa sui risparmiatori (azionisti, portatori di obbligazioni subordinate e infine portatori di obbligazioni *senior*) le perdite connesse a una crisi bancaria prima di rendere ammissibile un intervento di supporto da parte dello Stato. In parallelo, la neonata vigilanza bancaria Europea ha cominciato a incalzare le banche (specie quelle Italiane) esigendo ingenti e rapide ricapitalizzazioni a fronte di una crescente incidenza dei crediti deteriorati (c.d. *non-performing loans* o Npl) alimentata da evidenti fattori congiunturali.

Dal canto suo la Commissione Europea si è inoltre preoccupata di assicurare che i governi nazionali non potessero più intervenire a supporto delle proprie banche in difficoltà, introducendo una rigida disciplina sugli aiuti di Stato e sulla concorrenza sleale (...come se quella basata sullo spread fosse invece “leale”!). Prima che questo sistema entrasse in vigore, il Governo tedesco a suo tempo ha elargito quasi 250 miliardi *cash* alle sue banche per escluderne la contendibilità sui mercati internazionali. E nel 2012 le banche spagnole hanno beneficiato di circa 40 miliardi di assistenza del Fondo Salva-Stati (l’Esm), finanziato anche coi contributi italiani per oltre 14 miliardi di euro.

Ora che tutto ciò non è più possibile, a restare col cerino in mano è proprio l’Italia, come ben sanno gli azionisti di alcune banche popolari regionali. In più – e qui il tema cambia solo in apparenza – è abbastanza evidente che il nuovo assetto di rigore sulle condizioni di salute delle banche Europee si fonda su precise scelte che hanno ben poco carattere prudenziale ma piuttosto un chiaro sapore politico. Il riferimento è alla decisione di soprassedere sui titoli

illiquidi e sui derivati presenti copiosamente negli attivi di bilancio di alcuni colossi bancari della zona euro. E questo nonostante dopo il fallimento di *Lehman Brothers* i *regulators* mondiali abbiano convenuto sulla necessità di contenere la rischiosità sistemica delle grandi banche e soprattutto dei pericoli derivanti dalla gestione spericolata di ingenti posizioni in derivati e titoli tossici. A febbraio 2016 *Deutsche Bank* ha dovuto ammettere che in realtà aveva operato come un super fondo speculativo, stipulando derivati per 42mila miliardi di Euro di nozionale. Essendosi ritrovato con la sua banca più grande che aveva un'esposizione netta di mercato per 18 miliardi di Euro in derivati ad alto rischio, il Governo tedesco ha ottenuto in brevissimo tempo (già ad aprile 2016) che il Comitato di Basilea rinunciasse a imporre alle banche europee le nuove regole che erano già state convenute dopo anni di discussioni in tema di derivati e leva finanziaria. Così *Deutsche Bank* è stata graziata nello stesso anno in cui il Governo Italiano ha emanato il decreto Salva-Risparmio per stanziare venti miliardi di euro da usare per supportare le meno fortunate banche nostrane.

Un altro esempio della "parzialità" delle regole europee si rinviene nell'analisi delle dinamiche dei flussi commerciali e nel lassismo delle disposizioni e, soprattutto, delle misure concrete volte a rimuovere e prevenire eccessivi squilibri tra le bilance dei pagamenti dei vari Stati membri nonostante l'evidente detrimento per le economie cannibalizzate della periferia e la lesione del principio della concorrenza leale.

Sul piano teorico le regole dell'Unione monetaria europea richiedono a ciascun Paese membro di non avere un *surplus* commerciale più elevato del 6% del Pil per 3 anni di seguito. Ciò non di meno, è dal 2002 che la Germania produce un saldo delle partite correnti positivo, cioè esporta significativamente più di quanto importi. Addirittura, nel 2016 il *surplus* commerciale tedesco è stato pari a 297 miliardi di dollari, quasi il 9% del Pil. Quando un Paese esporta massicciamente, il pericolo è quello di causare un disequilibrio nella bilancia commerciale di uno o più altri Paesi. Se la Germania vende una così larga fetta della sua produzione all'estero ci saranno Paesi costretti a ridimensionare il proprio *export*; in un'Unione Monetaria alla lunga questa situazione è dannosa per tutti. Ecco dunque la ragione del limite al 6% ed ecco perché è improprio parlare di "locomotiva tedesca": l'insostenibile e malsana competizione imposta dalla Germania, anziché aiutare i Paesi dell'Eurozona che sono in *deficit* commerciale a crescere economicamente e a migliorare i loro saldi, li ha costretti a cercare di recuperare competitività ridimensionando i loro standard di vita, generando deflazione e riduzione della domanda interna.

Riassumendo, flessibilità per la Germania, rigidità e paletti nei confronti delle economie più deboli. E neppure la politica monetaria della Banca Centrale Europea fa eccezione.

La continua ricerca del compromesso negli interventi della Bce

Dall'inizio della crisi, la Bce è intervenuta per cercare di allentare le tensioni che hanno interessato i Paesi periferici e, più in generale, l'intera Unione monetaria con una serie di misure straordinarie intese a perseguire innanzitutto il suo obiettivo statutario di inflazione (i.e. stabile e prossima al 2% in media) compromesso dalle serie difficoltà di molti sistemi bancari dell'Eurozona.

Tuttavia non si può ignorare che il dovere di restare fedele al suo mandato istituzionale e la natura stessa di istituzione sovra-nazionale e, perciò stesso, espressione delle istanze eterogenee di più Stati nazionali, hanno sempre caratterizzato gli interventi straordinari della Bce trasformandoli sistematicamente in strumenti di trasferimento di risorse finanziarie e/o di rischi tra i Paesi del "centro" e quelli della "periferia".

Il primo intervento che presenta questi elementi è stato, in ordine cronologico, il *Securities Market Programme* (Smp) svoltosi tra il 2010 e il 2012. Infatti, mentre aiutava i Paesi periferici a risollevarsi, questo programma straordinario di acquisti di titoli di Stato ha trasferito 10 miliardi di euro alla Bce (di cui oltre 2 sono andati alla Bundesbank) sotto forma di interessi pagati sui titoli comprati. In pratica, la periferia ha dovuto pagare un prezzo in cambio del supporto dell'Euro-sistema (cioè della Bce e delle varie Banche Centrali Nazionali) sulla domanda di titoli pubblici. Da notare, la diversità d'approccio rispetto alla Fed che infatti a suo tempo attuò anch'essa massicci programmi di acquisto di *Us Treasuries* per contrastare la crisi, ma senza distorsioni sui flussi finanziari; infatti l'operatività in materia di interessi è stata gestita con una partita di giro in modo da neutralizzare guadagni e perdite tra banca centrale e Governo. Se si è nella stessa barca si rema infatti nella stessa direzione (o almeno così dovrebbe essere in un insieme di "Stati Uniti").

Dopo il Smp è stata la volta dei 2 mega-prestiti a lungo termine (Ltro) da 1.000 miliardi di euro erogati dalla Bce tra dicembre 2011 e febbraio 2012 alle banche della periferia in crisi di liquidità. Di fatto, però, queste banche hanno usato i fondi provenienti dagli Ltro per saldare i debiti con le banche tedesche e comprare titoli di Stato emessi dai rispettivi governi nazionali. In questo modo le banche tedesche hanno ridotto la loro esposizione verso la periferia per oltre 750 miliardi di euro come dimostra il picco dell'avanzo della Germania su Target 2 (il sistema di pagamenti transfrontaliero dell'Ue) nei mesi successivi ai due Ltro. In termini più espliciti, i soldi presi a prestito dalla Bce hanno "servito" la nazionalizzazione dei rischi dei debiti pubblici della periferia e, in parallelo, l'europeizzazione – sul sistema Target 2 – dei rischi delle banche tedesche che negli anni precedenti avevano erogato credito ai Paesi periferici. Gli Ltro, quindi, hanno permesso alla Germania di concludere un ciclo di *vendor financing* (letteralmente: "finanziamento da parte del venditore"): fino all'avvento della crisi le banche tedesche avevano finanziato la peri-

feria affinché comprasse la manifattura prodotta in Germania; nel momento in cui questi crediti avevano superato quota 700 miliardi di euro, ed erano perciò diventati un'esposizione troppo rischiosa data l'evoluzione e la difficoltà del contesto economico-finanziario europeo, le banche teutoniche dovevano "rientrare" da questo rischio di credito e gli Ltro lo hanno reso possibile. Anche il *Quantitative Easing*, iniziato a marzo 2015 e ancora in corso, risponde alla stessa logica di segregazione dei rischi che ha caratterizzato gli Ltro. Nell'ambito di questo programma le banche centrali nazionali si fanno carico della maggioranza degli acquisti di titoli emessi dai rispettivi Governi e per farlo si indebitano con la Bce; perciò se un Governo non paga a farne le spese è la sua banca centrale mentre – proprio come in un *credit default swap* – la Bce non subirà perdite. Lo ha ribadito Draghi lo scorso gennaio precisando che se un Paese volesse uscire dall'Euro dovrebbe prima regolare per intero il suo saldo Target 2. Attualmente, infatti, il saldo negativo più o meno elevato dei Paesi periferici nel sistema Target 2 in larga parte è riconducibile proprio al Qe. L'analisi dei dati evidenzia che la liquidità ricevuta dai Paesi periferici nell'ambito di questo programma non è andata a supportare la loro economia reale, bensì è defluita all'estero alimentando il loro disavanzo Target 2 e, in parallelo, il *surplus* tedesco. Nel dettaglio, per l'Italia il conto dell'abbandono dell'Unione Monetaria supererebbe i 375 miliardi di euro, cioè oltre 1/5 del Pil. Altra curiosità: la somma dei saldi negativi di Italia e Spagna corrisponde circa al surplus Target 2 della Germania, ormai addirittura oltre i livelli record del 2012.

La soluzione è un'Eurozona 2.0: rischi condivisi e stimoli concreti

Il 2017 sarà un anno fondamentale per le sorti della moneta unica per via dell'intersezione di molteplici situazioni e avvenimenti su fronti anche molto eterogenei ma inevitabilmente interconnessi.

Da un lato ci sono le incognite dovute a uno scenario politico-economico internazionale estremamente intricato: l'avvento di Trump alla Casa Bianca; le sue posizioni dichiaratamente anti-euro (e, in particolare, anti-Germania) e il suo progetto protezionista; i problemi della Cina e le possibili reazioni alle politiche *trumpiste*; il proseguimento del processo di *Brexit* del Regno Unito; le elezioni politiche in Francia e in Germania; le incertezze dei rapporti Usa-Russia; la minaccia del terrorismo e altro ancora.

Dal canto suo l'Eurozona dovrà confrontarsi con due importanti appuntamenti (oltre a quelli elettorali): la scadenza per la trasposizione del *Fiscal Compact* nel quadro giuridico dell'Unione europea e il probabile *tapering* della Bce, ossia la progressiva riduzione e poi la fine dello straordinario stimolo monetario in atto da marzo 2015.

La concentrazione di tutti questi fattori nei prossimi mesi rischia di scatenare la tempesta perfetta sulle sorti della moneta unica a meno di cambiamenti

radicali rispetto al *mainstream* che ha dettato legge sinora alimentando il disagio economico e finanziario e il malcontento sociale in un numero crescente di Stati membri, compresa anche la Francia da qualche tempo a questa parte. La riprova viene dalla crescente attenzione mediatica alle ipotesi di scenari secessionisti da parte di Paesi fondatori, come appunto la Francia ma anche l'Italia. Per quanto riguarda il nostro Paese – come ho spiegato in vari contributi recenti – lo scenario di uscita dall'area euro merita di essere attentamente ponderato sotto numerosi profili, a partire dall'impatto sull'enorme stock di debito pubblico.

Dall'analisi dei dati emerge che negli ultimi tempi – complici la prossima tornata elettorale in Francia e i proclami secessionisti della candidata del *Front National* – gli operatori di mercato percepiscono un incremento nel rischio di ridenominazione del debito italiano (come pure di quello francese) che conseguirebbe appunto al ritorno alla valuta nazionale, e cercano di immunizzarsi contro questo rischio implementando varie strategie di copertura.

Adottando invece il punto di vista del gestore del debito pubblico la decisione non è affatto scontata perché la “composizione legale” dei nostri titoli di Stato presenta dei profili di attenzione. Infatti, sebbene in prima approssimazione, valga il principio della *Lex Monetae* che consente a uno Stato sovrano di decidere la moneta che ha corso legale nei suoi confini e di ridenominare attività e passività finanziarie in tale moneta, sul piano concreto la *Lex Monetae* incontra alcuni limiti applicativi più o meno cogenti nella legge che governa il contratto di emissione dei titoli governativi e nella presenza di determinate clausole contrattuali. Il riferimento è alle c.d. *model Collective Action Clauses* (Cac), ossia le clausole di azione collettiva standardizzate che dal gennaio 2013 l'Eurozona – con l'ennesima regola-capestro introdotta in occasione dell'istituzione del Fondo Salva-Stati per massimizzare la segregazione dei rischi della periferia – ha reso obbligatorie in tutte le nuove emissioni di titoli di Stato dei Paesi membri con scadenza oltre l'anno. Senza entrare nei dettagli tecnico-legali, è sufficiente dire che le Cac possono consentire a minoranze qualificate degli obbligazionisti di opporsi alla ridenominazione del debito e, quindi, quanto meno di trascinare lo Stato in contenziosi legali con connessa esposizione a un danno reputazionale più o meno elevato. Alla luce di questi aspetti e stante l'attuale “composizione legale” del nostro debito pubblico (circa 50 e 50 tra titoli non ridenominabili e titoli ridenominabili senza problemi), al momento il *trade-off* tra costi-benefici di un'uscita dall'Euro è più o meno ad un punto di pareggio, a meno di non ripristinare – oltre alla lira – la subordinazione della Banca d'Italia al Tesoro (come fu fino al divorzio del 1981) e perseguire una deflazione del debito estesa anche agli oltre 200 miliardi di titoli di Stato comprati dalla Banca d'Italia nell'ambito del Qe degli ultimi due anni.

Esiste dunque uno scenario di *Italexit* che almeno per quanto attiene il debito pubblico può effettivamente comportare qualche beneficio per i nostri conti pubblici. Si tratta di un argomento da portare prioritariamente all'attenzione dell'Euro-burocrazia (le cosiddette "ragioni del debitore") non tanto per minacciare un'uscita ma per far capire che per l'Italia è ormai praticamente impossibile restare nell'Euro così com'è e che sono necessarie nuove regole, più eque e soprattutto autenticamente improntate al progetto di "Stati Uniti d'Europa". Peraltro (e ovviamente), non è solo l'Italia a rischiare il soffocamento interno nell'Eurozona. Altre realtà continuano infatti ad avere serie difficoltà di appartenenza da parecchio tempo: la Grecia, la Francia, il Portogallo, ma anche la Spagna e l'Irlanda (seppure queste ultime in misura minore negli ultimi tempi).

In questo scenario, a mio avviso, la riforma dell'Unione monetaria europea dovrebbe snodarsi prioritariamente su tre direttrici:

1. Revisione degli obiettivi statutari della Bce al fine di riconoscere esplicitamente tra questi obiettivi l'azzeramento dei differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dei diversi Paesi-membri e "autorizzare" così interventi volti a combattere gli *spread* senza creare scompensi come quelli che hanno caratterizzato nel recente passato l'operato della Bce;
2. Abbandono dell'intransigenza della disciplina fiscale in favore di un assetto che consenta di coniugare in modo più vivibile la virtù delle finanze pubbliche con l'introduzione di concreti stimoli alla crescita e la rimozione di regole pro-cicliche di dubbio valore tecnico;
3. Interventi mirati a supporto, contestualmente, del sistema industriale-imprenditoriale e del sistema bancario per agevolare il superamento della stretta creditizia – che in alcune realtà, come quella italiana, sta soffocando il tessuto produttivo – e del problema dei crediti deteriorati delle banche.

La revisione degli obiettivi istituzionali della Bce

Il fenomeno dello *spread* è una patologia all'interno di un'area valutaria comune. Infatti, la moneta unica identifica realmente un regime di cambi fissi tra tutti i Paesi aderenti solo se anche il costo del denaro è lo stesso tra questi Paesi, ossia se c'è un'unica curva dei tassi di interesse. Invece, come abbiamo già visto, dallo scoppio della crisi l'Eurozona ha iniziato a convivere con lo *spread* e, quindi, con le "valute-ombra" che alterano indebitamente la forza e la competitività relativa dei vari sistemi-Paese.

Nell'ultimo biennio il *doping* del *Quantitative Easing* ha nascosto temporaneamente il problema sotto il tappeto grazie alla sicurezza di un'extra-domananda di titoli di Stato che ha calmierato i tassi di interesse portandoli in territorio negativo, in alcuni casi (vedi la Germania) sensibilmente e non solo sulle brevi scadenze.

Il Qe però non è stato altrettanto efficace nel ripristinare la fiducia nei Paesi periferici, cosicché la liquidità proveniente da questo stimolo monetario è defluita verso l'estero (per lo più verso il Nord-Europa) lasciando a secco le economie di Paesi come Italia e Spagna, come emerge inesorabilmente dall'analisi dei saldi sul sistema Target 2.

Intanto, seppure con qualche rinvio, il Qe sta volgendo al termine: da aprile 2017 il ritmo medio mensile degli acquisti di titoli di Stato dell'area euro è sceso da 80 a 60 miliardi, con un effetto immediato al rialzo sugli *spread* a inizio mese nonostante ormai la misura fosse stata annunciata da settimane. Ed è solo l'inizio. Il vero problema è infatti un altro: quando il Qe finirà la Bce dovrà decidere cosa fare dell'enorme ammontare di titoli di Stato che sono stati acquistati dalle banche centrali nazionali nel corso degli ultimi anni. Parliamo di oltre 1.500 miliardi di euro di titoli che potrebbero tornare "disponibili" molto velocemente, facendo impennare l'offerta e determinando conseguentemente un preoccupante allargamento degli *spread*.

In un simile scenario non è escluso che la Bce si veda costretta per la prima volta a implementare concretamente lo scudo anti-*spread* annunciato a settembre 2012 (con le famose *Outright Monetary Transactions* o Omt) e finora mai utilizzato. E sicuramente la Bce cercherà di scansare l'uso delle Omt quanto più possibile, data la persistente critica dei "falchi" tedeschi e dei Paesi vicini alla Germania.

Non a caso negli ultimi mesi sta riscuotendo vari consensi una proposta dell'economista tedesco Markus Brunnermeier circa l'emissione dei c.d. *European Safe Bonds* o *Esbies*, ossia titoli provenienti dalla cartolarizzazione di un portafoglio di titoli di Stato emessi dai diversi Paesi dell'area euro e dal loro collocamento sul mercato previa ripartizione in più *tranches* con profili diversi di rischio e redditività. Tralasciando gli aspetti tecnici, è sufficiente osservare che difficilmente gli *Esbies* – che, a differenza degli *Eurobond* di cui si parlava qualche anno fa, non prevedono la condivisione dei rischi (*risk-sharing*) – permetterebbero di affrontare e risolvere la questione degli *spread* e, quindi, di ripristinare stabilmente un'unica curva dei tassi di interesse per tutti gli emittenti sovrani dell'Eurozona. Anzi, la proposta *Esbies* contiene alcuni aspetti – tra cui l'acquisto di titoli dei diversi Paesi in proporzione al rispettivo Pil anziché alle effettive dimensioni del debito pubblico in termini di Pil – che potrebbero esacerbare ulteriormente il fenomeno degli *spread*. Ciò in quanto i mercati finanziari chiederebbero extra-rendimenti particolarmente elevati sulla porzione di titoli di Stato esclusi dal programma di cartolarizzazione ed emessi da Paesi considerati rischiosi (come l'Italia). Inoltre, la stessa ripartizione degli *Esbies* in più *tranches* con livelli di rischio eterogenei causerebbe con tutta probabilità una segmentazione dei titoli provenienti da queste emissioni: gli investitori, infatti, richiederebbero

rendimenti più elevati per le *tranches* più rischiose e vice versa, col risultato che ad ognuna corrisponderebbero *spread* diversi dalle altre. In pratica ci ritroveremmo con un Euro-finanziario (o, se vogliamo, una “*valuta ombra*”) per ogni *tranche*. Altro che curare lo *spread*!

Appurato che gli *Esbies* non sono la soluzione per “chiudere dolcemente” il Qe, l’alternativa – a mio avviso – è quella di inaugurare un nuovo tipo di *tapering* (nuovo almeno per l’area euro, dato che invece la Fed fa già da tempo qualcosa del genere). L’idea è quella di portare nell’attivo di bilancio della Bce i titoli di Stato comprati dalle banche centrali nazionali nel corso del Qe e tenerli parcheggiati lì per un po’, per poi vedere cosa farne. I prestiti contratti dalle Banche Centrali Nazionali con la Bce verrebbero così estinti, i bilanci dell’Euro-sistema verrebbero “nettati” e il saldo Target 2 si normalizzerebbe di conseguenza.

Gradualmente questo *tapering* porterebbe un nuovo equilibrio *risk-shared* nell’Eurosistema; questa soluzione darebbe un forte segnale ai mercati di volontà di sostenere l’Euro come valuta unica, *whatever it takes*, come disse Draghi nell’estate 2012. E questo probabilmente spingerebbe gli investitori istituzionali a scommettere sulla convergenza verso un’unica curva dei tassi di interesse come fu al momento dell’avvio della nostra area valutaria.

Una nuova disciplina fiscale *growth-oriented*

Dall’inizio della crisi si è registrato un irrigidimento dell’Euro-burocrazia sul tema della virtù fiscale e delle riforme domestiche improntate al contenimento di debito e deficit e al taglio della spesa per consumi e investimenti pubblici nei Paesi della periferia. L’*austerità*, tuttavia, ha minato significativamente importanti componenti della domanda interna determinando contrazioni del Pile compromettendo la crescita.

Come recentemente riconosciuto anche dal Presidente della Bce, Mario Draghi, oggi è indispensabile cambiare rotta e puntare sugli stimoli alla crescita. Non solo per ripristinare le condizioni per una nuova fase economica espansiva nel futuro prossimo ma anche per perseguire un miglioramento dei saldi di finanza pubblica nel medio-lungo termine e un abbattimento del debito rispetto alle dimensioni dell’economia.

Il 2017 offre un’occasione unica in tal senso; entro quest’anno, infatti, il *Fiscal Compact* dovrà essere trasposto (con voto unanime) nel contesto legislativo dell’Unione europea. In questo consesso è opportuno che le istituzioni europee prendano atto dei fallimenti delle politiche di *austerità* e delle rigide regole sui conti pubblici improntate a parametri definiti con l’accetta (spesso senza troppo fondamento sul piano delle scienze economiche) e che hanno pericolosi effetti pro-ciclici. La realtà greca è un esempio molto emblematico di questi fallimenti.

Non solo. È indispensabile rilanciare la spesa per investimenti pubblici (in gergo, la spesa in conto capitale delle pubbliche amministrazioni) che in molte realtà – a partire da quella italiana – languge ormai dall’inizio del decennio. Secondo gli ultimi dati Istat anche nel 2016 questo fondamentale capitolo di spesa pubblica è sceso del 4,4% (pari a 1,6 miliardi di euro) rispetto all’anno precedente. Non sorprende, perciò, che il Paese continui ad arrancare e che siamo costretti ad accontentarci di una timida ripresina.

Quello che serve – e a Bruxelles dovranno farsene una ragione se non vogliono essere i primi a scommettere sulla disgregazione della moneta unica – sono chiare aperture alla spesa per investimenti pubblici. Non solo con supporti (marginali) *una tantum* alla piano Juncker – che comunque sono i benvenuti – e neppure con scarse clausole di flessibilità zeppa di vincoli e condizionalità. Invertire rotta vuol dire affrontare la questione di petto, rimuovendo la spesa pubblica per investimenti dal calcolo del *saldo strutturale* su cui il *Fiscal Compact* attualmente basa l’ortodossia dei conti pubblici e adottando una nuova, più lungimirante, *forma mentis* che riconosce l’importanza strategica degli investimenti per la produzione interna di un Paese e vi fa leva per stimolare l’economia¹.

Interventi mirati imprenditoria e banche: il "Salva Imprese"

Tra le vittime della crisi, come noto, vanno annoverati tanto l’industria quanto il sistema bancario. Entrambi si sono ritrovati sempre più avvitati in un circolo vizioso che li vede co-protagonisti. Le banche – costrette ad assorbire massicci quantitativi di titoli di Stato, a finanziarsi (fino all’estate 2012) a tassi di interesse elevati, e a fare i conti con una severa disciplina prudenziale – hanno progressivamente ridotto il credito all’economia (*credit crunch*) diventando più selettive. Dall’altro le imprese, piegate dal crollo della domanda interna e dall’aumento degli oneri finanziari, hanno incontrato crescenti difficoltà a restare sul mercato, il che non solo ha ridotto il numero degli occupati ma anche la loro capacità di onorare gli impegni rivenienti prestati ricevuti dalle banche finanziatrici.

In questo contesto lo *stock* dei crediti deteriorati (*non-performing loans* o Npl) è sensibilmente aumentato. Secondo le ultime rilevazioni della Banca d’Italia i Npl delle banche italiane ammontano a 360 miliardi di euro in

¹ Per motivi diversi, ma comunque validi, dal *Fiscal Compact* andrebbero escluse le spese dirette e indirette per la partecipazione a missioni internazionali di *peace-keeping*, *peace-building* e *peace-making* (visto che non tutti i Paesi Europei partecipano ma che invece tutti beneficiano del contributo alla pace e alla difesa che queste comportano, è giusta una condivisione dei costi), per la gestione dei flussi migratori e per ricostruzione e prevenzione dei danni da cataclismi naturali.

termini lordi (cioè *ante* accantonamenti a copertura delle perdite), una cifra pari a più di 1/3 del dato europeo. All'interno dell'agglomerato dei Npl delle nostre banche la componente principale (oltre 200 miliardi di euro) è rappresentata dalle sofferenze, cioè crediti che hanno un'elevata probabilità di trasformarsi in insolvenze.

La questione dei Npl (specie quelli delle banche italiane) è al centro dell'interesse della vigilanza bancaria Europea e della stessa Bce le quali (oltre ad intervenire su alcuni nomi celebri) hanno recentemente licenziato delle linee guida per la gestione dei crediti deteriorati. Si tratta di un *vademecum*, delle raccomandazioni alle banche che puntano su alcuni capisaldi: ottimizzare la capacità di individuazione dei crediti problematici e la capacità di mettere in sicurezza i bilanci delle banche attraverso un efficientamento del recupero crediti – specie in termini di tempistiche di realizzo – e una crescente attenzione ai requisiti di affidabilità dei prenditori di fondi. Semplificando un po': i Npl vanno ridotti in fretta e i nuovi crediti vanno erogati solo a chi può offrire solide garanzie.

Senza dubbio trattasi di principi estremamente prudenziali ma evidentemente formulati secondo la prospettiva (inevitabilmente di parte) di un'autorità che puntano a mettere in sicurezza gli istituti di credito ma prestano minore attenzione alle conseguenze sull'economia reale. Se le banche stringono ancora di più i rubinetti del credito e puntano a realizzare "quel che si può prima che si può" sul loro portafoglio di Npl, è inevitabile che – anche per l'assenza di un mercato efficiente dei crediti deteriorati – dovranno sven- dere. Gli acquirenti ideali – lo dice il nome stesso – sono i c.d. fondi-avvoltoio (*vulture funds*) specializzati nella massimizzazione dei profitti attraverso la compravendita di Npl. Li acquistano a prezzi di sconto dalle banche pressate dalla vigilanza e li realizzano al meglio senza alcun riguardo per la salute o, meglio, la sopravvivenza dell'impresa.

Questo, in sintesi, lo scenario che si delinea: male, dunque, per le imprese in difficoltà che vengono "spremute" e spinte quindi più velocemente fuori mercato. Male anche per le banche che si vedono obbligate a cedere i Npl a valori anche sensibilmente inferiori a quelli contabilizzati nei loro bilanci al netto delle coperture. E male anche per l'erario che incassa un minore gettito da un'impresa morta rispetto a una in difficoltà e meno ancora rispetto a una in salute, e che riceve minori introiti fiscali anche dalle banche che contabilizzano imposte anticipate (e, quindi, crediti fiscali) in proporzione alle perdite su crediti. Fermo restando che rispetto allo scenario appena descritto ci sono le debite eccezioni, a mio avviso vale la pena di cercare un'alternativa meno sacrificante per imprese, banche e Stato (leggi: cittadini-contribuenti).

La mia proposta al riguardo è quella di un piano "*Salva-Imprese*" (di cui con- dividio la paternità con l'amico Guido Salerno Aletta e che recentemente è

stata oggetto anche di un disegno di legge²) capace di *bypassare* le molteplici ricadute negative del meccanismo appena descritto, ivi compreso lo stigma che le imprese in sofferenza ricevono dalle banche creditrici venendo segnalate a tutto il sistema bancario come “cattivi debitori” nell’ambito della Centrale dei Rischi tenuta dalla Banca d’Italia.

L’idea essenziale è quella di riconoscere contabilmente sia nei bilanci delle banche che in quelli delle imprese che il vero valore del rapporto creditizio è quello al netto degli accantonamenti effettuati dalla banca. Se ad esempio l’impresa Alfa ha un debito di 100 euro ma la banca Beta lo ha già svalutato in bilancio per 60 euro (e, quindi, nei fatti per la banca quel credito vale 40 euro), il “*Salva-Imprese*” prevede che tutti questi passaggi contabili vengano semplificati e rimanga solo il valore netto. La banca aggiornerà la posizione nei confronti dell’impresa iscrivendo in bilancio un credito *in bonis* per 40 euro e parimenti l’impresa si ritroverà con un debito nominale dello stesso importo senza comparire più in Centrale dei Rischi, evitando così le conseguenti difficoltà di accesso a nuovo credito perché segnalata come prenditore rischioso nel sistema. Affinché le banche siano protette dal rischio di ulteriori perdite lo Stato dovrebbe prestare una garanzia³ il cui costo sarebbe sostenuto dall’impresa ma sarebbe chiaramente meno gravoso rispetto alla liquidazione immediata del rapporto creditizio svalutato.

Giova osservare che l’aggiornamento del valore del credito al valore di recupero stimato dalla banca e risultante dalla sua contabilità non è un regalo o un condono all’impresa. Infatti, il Paese nel suo complesso ha già pagato per i problemi dell’impresa nel momento in cui ha rinunciato al suo gettito diretto e al suo contributo indiretto alla capacità di gettito fiscale della banca-creditrice e ha dovuto compensarlo in qualche modo (e.g. con un aumento di imposte varie ai cittadini).

Piuttosto, il “*Salva-Imprese*” è una scommessa che l’intero sistema decide di fare sull’impresa che versa in difficoltà per via della sfavorevole congiuntura economica, con l’auspicio che riesca a restare sul mercato e possa tornare a prosperare, a creare produzione e occupazione, a contribuire alle entrate fiscali e – se del caso – a finanziarsi a condizioni non proibitive.

Va da sé che il “*Salva-Imprese*” ha anche importanti benefici potenziali per le banche in termini di riduzione dello stock di crediti deteriorati corrente (grazie alla garanzia statale) e prospettico; infatti, se le imprese supportate dal progetto resteranno membri attivi del tessuto economico-produttivo del Paese, torneranno altresì ad essere prenditori affidabili per gli istituti di credito.

² Vedi link: http://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/stampati/pdf/17PDL0050660.pdf

³ Si noti che questa garanzia non rappresenterebbe un “aiuto di Stato” in quanto si tratterebbe solo di un “impegno” nel bilancio dello Stato e non di un “debito”.

Qualche dato. Partendo dal volume complessivo dei Npl (360 miliardi) e ipotizzando una *due diligence* preventiva che individui un 30% di imprese meritevoli di entrare nel programma, le dimensioni della garanzia statale si posizionerebbero intorno ai 40-50 miliardi. Assumendo che tra il 20% ed il 40% delle imprese beneficiarie della garanzia non riesca a restare sul mercato, l'esborso effettivo a posteriori per lo Stato si collocherebbe tra i 7 e i 20 miliardi, compensato nel medio termine dal ritrovato gettito fiscale delle imprese salvate.

Questi i numeri per l'Italia. Ma il "*Salva-Imprese*" è una proposta che potrebbe (e dovrebbe) essere validamente implementata a livello europeo – dove i Npl si attestano su complessivi mille miliardi di euro, circa 1/10 del Pil aggregato – come misura straordinaria di supporto alla crescita. In tal caso, occorrerebbe peraltro valutare l'opportunità di ribassare la garanzia pubblica rispetto a un garante sovra-nazionale (come ad esempio l'insieme degli Stati sovrani dell'area euro) ammettendo la possibilità di una condivisione dei rischi domestici dei singoli Stati membri a livello pan-europeo.

Anche in questi ambiti, ancora una volta, il *risk-sharing* è la chiave di volta per testimoniare il passaggio di intenti e di volontà da un'Eurozona a più velocità (come abbiamo sentito in alcune proposte e dichiarazioni degli ultimi mesi) a un'Eurozona 2.0 a più integrazione. La sfida non è mai stata così aperta. ■

* *Docente di Finanza*
London Graduate School of Mathematical Finance
Università Luigi Bocconi, Milano