

alternative per il **socialismo**

BIMESTRALE DIRETTO DA FAUSTO BERTINOTTI

GENNAIO - FEBBRAIO 2018 NUMERO 47-48



EPPUR SI MUOVE

I nuovi, inediti ed imprevisi tentativi di pratica di una critica dell'esistente: dal grande movimento mondiale delle donne, alle lotte nel mondo del lavoro che cambia ▶ Le esperienze locali di autogoverno a Roma, Napoli e Bologna ▶ Controllo, consenso e conseguenze dell'informatizzazione e dell'automazione nel lavoro ▶ Le eclissi delle democrazie costituzionali ▶ Può esistere un'Europa franco-tedesca? Proposte per ribaltare la visione germano-centrica dell'Ue ▶ La Repubblica catalana, l'impasse di un processo ▶ La Cina della nuova era di Xi dopo il 19° congresso del Pcc ▶ Saggi: la sinistra e i vaccini; il fallimento della rivoluzione tedesca degli anni '20; una rilettura dell'evoluzione del pensiero di Lucio Colletti

Bertinotti, Di Mambro, Marini, Sai, Pieranni, Sapelli, Grispigni, Azzariti, Gianni, F. Bonadonna, Nocera, Santagata, Russo, Sarasini, Cavicchi, Beolchi, Minenna

RIBALTARE LA VISIONE GERMANO-CENTRICA DELL'UNIONE EUROPEA: CONTRO-PROPOSTE *RISK-SHARED* SULLA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATO

Mentre il 2017 volge al termine fervono i lavori dell'Euro-burocrazia per aumentare la resilienza dell'Eurozona e portare avanti – almeno così si dice – il progetto di integrazione. Purtroppo, all'atto pratico, il principio che informa le proposte in discussione presso le istituzioni europee è la segregazione dei rischi all'interno della periferia, vale a dire l'esatto opposto di quello che serve per una vera integrazione. In questo assetto l'attenzione verso gli squilibri macro-economici e finanziari e le loro cause è selettiva: alcuni squilibri sono classificati come "cattivi", ad esempio i deficit nominali e strutturali o i livelli elevati del debito pubblico e/o privato o ancora l'incidenza dei crediti *non-performing* (Npl) o degli investimenti in titoli di Stato sul totale degli attivi bancari. Altri squilibri, invece, sono vissuti come "buoni" o comunque tollerabili: l'eccesso di surplus delle partite correnti o l'eccessiva differenza nei tassi di cambio reali o l'eccessiva presenza di attivi di Livello 3 nei bilanci bancari o ancora l'esistenza dei differenziali di rendimento sui titoli emessi da Paesi appartenenti alla stessa area valutaria o l'eccessiva differenza nei tassi di disoccupazione.

Per capire chi decide cosa sia accettabile e cosa no, occorre ricordare le origini dell'euro. Pur in presenza di differenze sostanziali, nella fase preparatoria si è cercato di omogeneizzare gli scenari economico-finanziari dei Paesi fondatori seguendo la linea dettata dalla Germania: le regole di Maastricht sono intrise dei *diktat* sulla virtù fiscale e dell'idiosincrasia tedesca verso l'iper-inflazione con la memoria ancorata alla Repubblica di Weimar. Gli altri Paesi si sono adeguati mettendo a posto i propri conti pubblici con modalità talora assennate, talora più fantasiose e accettando di abdicare la sovranità monetaria per avere in cambio accesso alla germanizzazione dei tassi di interesse.

Così è nato l'euro. Un progetto forzato e viziato sin dalle origini, perché una moneta e una politica monetaria condivise esigono anche un bilancio condiviso e un debito pubblico condiviso.

La promessa dei bassi tassi di interesse ha portato Paesi come l'Italia a sottovalutare i benefici per altri Paesi: per la Germania la transizione all'euro ha significato l'accesso a una moneta debole e la possibilità di condurre politiche di crescita basate sul modello mercantilistico. Il deprezzamento del tasso di cambio reale e il connesso vantaggio competitivo hanno consentito alla Germania di conseguire sempre maggiori surplus delle partite correnti fino a un primo superamento del 6% del Pil nel 2008. Nel frattempo l'Italia, primo *competitor* della manifattura tedesca, invertiva il proprio trend con un secco calo del saldo di parte corrente. Dopo l'arresto congiunturale del 2008-2009, le partite correnti tedesche hanno ripreso a salire, superando il 6% del Pil nel 2012 e addirittura l'8% nel 2016. Il tutto con il tacito appoggio dell'Euro-burocrazia: sebbene un eccessivo e prolungato surplus di parte corrente sia evidente segnale di squilibrio macro-economico, la Germania se la cava da anni con qualche richiamo ma nessuna sanzione da parte della Commissione Europea.

Leveraging e deleveraging della Germania come cause della staffetta debito privato-debito pubblico nella periferia

Della strategia mercantilistica della Germania fanno parte anche le *policies* creditizie delle sue banche che nel periodo pre-crisi (2000-2007) hanno elargito massivamente denaro al settore privato dei Paesi limitrofi per finanziare l'acquisto dei beni venduti dall'industria tedesca da parte di famiglie e imprese residenti negli altri Paesi europei. Il fenomeno, noto come *vendor financing*, ha alimentato una sostenuta crescita del debito del settore privato in Paesi come Irlanda, Grecia Spagna e Italia.

Poi, quando l'arrivo della crisi ha compromesso l'affidabilità della periferia, la Germania ha chiuso i rubinetti del credito per limitare l'assunzione di rischi; dall'altro lato i Paesi periferici sono stati costretti a nazionalizzare i rischi e i loro governi sono stati costretti ad attuare interventi di supporto e stabilizzazione che hanno aumentato la spesa e il debito pubblico. Queste dinamiche hanno amplificato la congiuntura avversa nella periferia con conseguente impennata della rischiosità e del costo del denaro. L'esplosione dei tassi di interesse si è manifestata in maniera disomogenea, trovando espressione nello *spread*, e ha ulteriormente accresciuto il debito pubblico per la necessità di ottenere fondi per finanziare il debito stesso in una spirale negativa che – nel contesto delle regole fiscali europee e dell'inasprimento delle discipline prudenziali sul settore finanziario privato – ha agito in modo pro-ciclico bloccando la spesa pubblica, creando disagio sociale e facendo arretrare il settore produttivo.

L'effetto netto è stato l'incremento del *leverage* della periferia mentre quello del "centro" rimaneva stabile: nel 2015 il debito complessivo (pubblico + privato) dell'Italia ha raggiunto quasi il 250% del Pil mentre quello tedesco si è collocato al 170%, appena 10 punti di Pil in più rispetto al 1995.

Le proposte tedesche per rafforzare la segregazione dei rischi sul debito privato e pubblico

I due temi del debito privato e del debito pubblico sono oggi al centro delle proposte dei Paesi *core* per riformare l'Eurozona e "regolarizzare" la segregazione dei rischi che finora è stata perseguita con soluzioni mirate, anche nell'ambito delle politiche monetarie non convenzionali della Bce. Basti pensare ai Ltro da 1000 miliardi di euro erogati qualche hanno fa per fare in modo che le banche della periferia disponessero della liquidità necessaria a nazionalizzare i debiti pubblici dei rispettivi governi nazionali e a regolare i crediti commerciali nei confronti delle banche tedesche che avevano deciso di stoppare il *vendor financing*. E, più di recente, anche il *Quantitative Easing* ha inondato di liquidità l'Eurozona ma limitando la condivisione dei rischi (*risk sharing*) sui titoli di Stato ad appena l'8% degli acquisti fatti dall'Euro-Sistema.

Sul fronte del debito privato l'*establishment* tedesco – immemore del ruolo delle banche dei Paesi del "centro" nella crescita esplosiva del debito privato nella periferia – sostiene un approccio iper-prudenziale: per prevenire nuove crisi bisogna dare priorità alla qualità degli attivi bancari. Da qui la proposta della Bce di introdurre un livello minimo di accantonamento sui nuovi crediti deteriorati – e probabilmente anche sullo *stock* di quelli già esistenti – pari al 100% da raggiungere in pochi anni. Ulteriori inasprimenti della regolamentazione potrebbero arrivare con la revisione della disciplina sulle crisi bancarie, persino prevedendo l'estensione del perimetro di applicabilità del *bail-in* ai depositi garantiti. Mentre il Fondo europeo di tutela dei depositi (che doveva essere il terzo pilastro dell'Unione Bancaria) rimane bloccato tra Francoforte e Berlino. In materia di debito pubblico, il *fil rouge* delle proposte di matrice tedesca è la volontà di stringere un cordone sanitario intorno alla periferia, in modo che eventuali shock idiosincratici (o asseriti tali) non contagino il resto dell'area euro e l'onere del processo di riduzione dei rischi gravi esclusivamente sui Paesi periferici chiamati a rimediare alla loro indisciplina fiscale. Le principali proposte riguardano la trasformazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (Mes) o fondo Salva-Stati in un equivalente europeo del Fondo Monetario Internazionale, deputato a intervenire *in extremis* per salvare Paesi sull'orlo del *default* e a controllare il rispetto delle regole fiscali da parte degli Stati membri al posto della Commissione Europea, a partire dalla conformità alle regole del *Fiscal Compact*. La proposta tedesca prevede anche il *re-profiling* (cioè l'allungamento delle scadenze) automatico del debito pubblico di un Paese che chiede accesso al supporto del Mes: l'obiettivo è standardizzare il *burden sharing* (cioè la condivisione degli oneri legati alla manifestazione del rischio sovrano) e far ricadere le perdite anche sugli investitori privati. Se al termine del periodo di allungamento delle scadenze, il debito pubblico dovesse risultare ancora problematico, dovrebbe intervenire una ristrutturazione secondo modalità tec-

niche decise non dallo Stato sovrano-emittente bensì a livello europeo. Il fine – perseguito a tappe successive ma inesorabili dalla Germania – è quello di definire in anticipo le procedure per la gestione delle crisi del debito sovrano nell'area euro. Dopo il *default* greco del marzo 2012, i tedeschi hanno preteso che il fondo Salva-Stati nascesse sotto varie condizioni tra cui l'adesione al *Fiscal Compact* e l'introduzione di clausole di azione collettiva standardizzate (c.d. *model-Cac*) nelle nuove emissioni di titoli di Stato dell'Eurozona a partire dal gennaio 2013 al fine di facilitare il raggiungimento delle maggioranze necessarie per imporre la ristrutturazione e ridurre il problema dei possibili comportamenti opportunistici degli investitori di minoranza (*holdout*).

Questa impostazione, che ha come massimo comune denominatore la segregazione dei rischi negli Stati membri, appare però assolutamente in contraddizione con quanto fatto con i rischi del debito greco pochi anni prima. Nel 2010, infatti, furono proprio Germania e Francia a spingere per una soluzione in cui tali rischi venissero gestiti non in base alla effettiva esposizione dei sistemi finanziari dei vari Paesi membri ma in realtà secondo una logica di *risk-sharing*. Le banche franco-tedesche e quelle italiane pur essendo esposte in misura completamente diversa verso la Grecia (92 miliardi quelle francesi, 70 quelle tedesche e appena 6,5 quelle italiane) hanno visto i rispettivi governi centrali supportare il governo greco con prestiti bilaterali (*Greek Loan Facilities*) di importi sostanzialmente omogenei (15 miliardi la Germania, 11 la Francia e 10 l'Italia). Ebbene: dall'inizio della crisi finanziaria internazionale questo è stato l'unico caso di interventistica *risk-shared*. E, infatti, ora la Germania sta tornando alla carica proponendo un nuovo Mes con meccanismi ancor più prevedibili e controllabili: l'idea è quella di rimpiazzare le *model-Cac* con le *Creditor Participation Clauses* (Cpc) per eliminare definitivamente il problema degli *holdout* e rendere sostanzialmente certo l'ottenimento delle maggioranze necessarie per la ristrutturazione e per impedire ai singoli Stati di beneficiare del *debt relief* che potrebbero avere uscendo dall'euro e ridenominando il loro debito in una nuova moneta nazionale svalutata. Il fine ultimo è la creazione di un *Sovereign Debt Management Mechanism* (Sdmm) per immunizzare completamente la Germania e gli altri Paesi *core* dai rischi del cosiddetto *Club Med* (la periferia).

Gli *ESBies* e la revisione del trattamento dei *Govies* nella disciplina prudenziale delle banche

In cantiere ci sono anche diverse altre proposte per rafforzare la segregazione dei rischi sui debiti pubblici in ottica sistematica e imporre una disciplina fiscale ancora più rigida. Piuttosto che mirare a un'unica curva dei tassi di interesse sui *Govies* e all'azzeramento degli *spread*, come dovrebbe essere in un'area valutaria comune, si cercano soluzioni formali per “gestire” i rischi dei Paesi periferici.

Di recente è tornata in voga la proposta di cartolarizzare una quota dei *Govies* emessi dai vari Stati dell'area euro e organizzarla in più *tranches* con livelli di rischio e rendimento differenziati. Si chiamerebbero *ESBies* (acronimo di *European Safe Bonds*) e, secondo gli autori della proposta, sarebbero la soluzione ideale al *doom loop* tra banche e Stati: le banche, infatti, venderebbero i loro eccessi di *Govies* a un veicolo e con la liquidità incassata comprerebbero *ESBies* emessi dallo stesso veicolo. Ma il diavolo si nasconde nei dettagli. Se sul piano teorico le banche europee comprassero solo titoli *safe* delle *tranches senior* ottenendo così un beneficio in termini di minore rischiosità dei loro attivi e i titoli *junior*, più rischiosi, venissero assorbiti da investitori speculativi, al lato pratico le cose andrebbero in modo del tutto diverso. Infatti, si finirebbe con una situazione polarizzata come quella attuale, se non peggiore, con le banche della periferia che – per risollevarle i loro margini di profitto – comprano le obbligazioni *junior* e quelle del “centro” colme di titoli *senior* a basso rischio. Nulla di nuovo, insomma, a parte che il debito non conferito al veicolo verrebbe ulteriormente discriminato, moltiplicando gli *spread* all'interno dell'area euro anziché eliminarli. In sostanza si renderebbe strutturale l'esistenza di un euro a due, se non più, velocità nel mercato dei titoli di Stato. Anche le proposte di introdurre la ponderazione per il rischio (*risk-weighting*) e/o i limiti alla concentrazione sui *Govies* presenti nei bilanci bancari avrebbero l'effetto di segmentare ulteriormente le condizioni finanziarie dei diversi Paesi dell'Eurozona sia nel settore pubblico che in quello privato. Non sfugge infatti che per le banche della periferia sarebbe un *aut aut* fatale: fare *deleveraging* dei titoli di Stato a elevato assorbimento di capitale col concreto rischio di grosse minusvalenze da dismissione e, quindi, la prospettiva di nuove ricapitalizzazioni forzose a condizioni penalizzanti e con cessione della *leadership* a investitori esteri (il governo non può intervenire altrimenti sono aiuti di Stato), oppure tenere in pancia i titoli scomodi che nuovamente bruciano capitale e costringono a svendersi ad acquirenti stranieri, magari tedeschi; perché no? Insomma, un sicuro bagno di sangue. Il tutto mentre il *Bund* continuerebbe ovviamente ad andare a ruba permettendo alle banche tedesche di trarre profitto dal nuovo assetto di regolamentazione prudenziale sulle banche.

La promozione del Fiscal Compact al rango di legge europea

Quanto alla disciplina fiscale, il dibattito si concentra sulla promozione del Mes a controllore dei conti pubblici dei vari Stati e sul *Fiscal Compact*. Il *Patto di Bilancio* siglato a marzo 2012 come accordo inter-governativo (nel bel mezzo della crisi del debito greco) dovrebbe essere trasposto nella legislazione europea entro il 2017. L'iter legislativo prosegue sotto-traccia, con uno strano silenzio mediatico, ma è assai probabile che il regalo di Natale dell'Euro-burocrazia sarà un Patto di Bilancio trasformato in legge europea a dispetto delle

sue assurde regole pro-cicliche, come l'inclusione della spesa per investimenti pubblici nel calcolo del saldo strutturale e l'*output gap* (cioè la differenza tra Pil effettivo e Pil potenziale) come parametro-chiave. Come questo possa essere rimane uno dei grandi misteri dell'euro dato che si tratta di una variabile su cui le stime sono davvero divergenti. Per l'Italia, ad esempio, primarie banche d'affari internazionali parlano di un *output gap* sensibilmente negativo, mentre secondo le ultime stime dell'Euro-burocrazia il *gap* verrebbe chiuso già dal 2018. Più che politica economica sembra una cabala: e intanto alcuni (incluso il sottoscritto) si domandano come ci si possa aspettare un pieno utilizzo dei fattori produttivi nel 2018 con un tasso di disoccupazione all'11% che diviene 23% se si includono gli inoccupati e 25% considerando i sottoccupati.

La fine silente dell'euro: collateralizzare i deficit sul sistema *Target 2*

Queste sono alcune delle tante proposte messe in campo dall'Europa a trazione tedesca per continuare il processo di nazionalizzazione dei rischi della periferia. In piena coerenza con le dichiarazioni di primari esponenti politici della Germania in favore di un'Eurozona a più velocità.

E c'è di più. C'è proprio un piano della Germania per realizzare in modo silente un'Eurozona che sarebbe *de facto* a più valute, passando per una revisione di *Target 2*, il sistema di pagamenti interbancari transfrontalieri dell'area euro. Dall'inizio della crisi i saldi *Target 2* dei diversi Paesi (fino a prima trascurabili) hanno cominciato a gonfiarsi indicando una dicotomia sempre maggiore tra "centro" e "periferia". Questa anomalia è riconducibile in larga parte all'interventistica straordinaria e *non-risk-shared* della Bce. A tal punto che tali saldi possono oramai essere ritenuti una stima approssimata del processo di segregazione/nazionalizzazione dei rischi da parte degli Stati membri.

Da un lato il surplus della Bundesbank (insieme a quello delle banche centrali di Finlandia, Olanda e Lussemburgo) è cresciuto a livelli record, e dall'altro il deficit di Paesi come Italia e Spagna è esploso. La prima fase di divergenza si è avuta nel periodo 2011-2012 quando le iniezioni straordinarie di liquidità da parte della Bce (come con i 2 Ltro da 1000 miliardi di euro) sono state usate dalle banche della periferia per nazionalizzare i debiti pubblici "scaricati" sul mercato sostanzialmente dalle banche tedesche e per regolare i crediti commerciali *cross-border* specie verso le banche e la manifattura della Germania: in questo modo si sono originati i crediti della Bundesbank verso la Banca d'Italia. Non a caso con il rimborso dei Ltro si è avviato un temporaneo rientro dei saldi *Target 2*; una nuova fase divergente – ancora in corso – è iniziata a metà 2014 in concomitanza con l'avvio dei T-Ltro e del Qe da parte della Banca Centrale Europea, specie con la partenza del programma di acquisto di titoli del settore pubblico dove, si rammenta, gli acquisti sono stati effettuati principalmente dalle Banche Centrali Nazionali con denaro prestato dalla Bce.

La liquidità ottenuta dalla vendita dei titoli di Stato alla Banca d'Italia è stata utilizzata dal settore privato non finanziario italiano per investire in obbligazioni, azioni e fondi comuni all'estero determinando una nuova accelerazione del deficit *Target 2* (oltre 430 miliardi a settembre 2017). Intanto il saldo positivo della Bundesbank ha toccato nuovi record, superando gli 830 miliardi di euro. Per l'*establishment* tedesco – che evidentemente ignora il funzionamento di *Target 2* e le dinamiche scatenanti la distonia sopra descritta – questo surplus equivale a un'enorme esposizione creditizia e, quindi, a un rischio che bisogna gestire. Ecco perché negli ultimi mesi i *media* tedeschi stanno dando nuovo spazio a una proposta avanzata cinque anni fa dal governatore della Bundesbank, Jens Weidmann. Secondo Weidmann, *Target 2* è un meccanismo con cui i Paesi del “centro” hanno salvato quelli periferici, una specie di *substitute bailout* che deve essere rimosso prevedendo la collateralizzazione dei deficit. Se una banca centrale nazionale di un Paese dell'Eurozona è in disavanzo sul sistema di pagamenti transfrontaliero allora può contrarre nuovi debiti (e, quindi, aumentare quel disavanzo) solo se è in grado di fornire garanzie di un certo valore, preferibilmente oro. In pratica, Weidmann propone che i debiti delle banche centrali nazionali siano assistiti da garanzie (*collateral posting*) esattamente come avviene sul mercato interbancario tra istituti di credito. Se una banca centrale nazionale non ha più *assets* ammissibili come collaterale (ad es. perché ha esaurito le sue riserve auree e i titoli di Stato da poter fornire a garanzia) allora il suo disavanzo *Target 2* non può crescere ulteriormente. Tradotto: quel Paese non può più indebitarsi col resto dell'Eurozona e, di conseguenza, la parità fissa unitaria con gli altri Stati membri verrà meno perché con gli euro in circolazione in quel Paese non si potranno comprare altrettanti euro in circolazione negli altri Paesi. Ne discenderebbe l'esigenza di avviare meccanismi di controllo dei capitali; il che porterebbe alla luce le valute-ombra che attualmente caratterizzano l'operatività del sistema interbancario a causa dello *spread*. L'intervento sull'economia finanziaria potrebbe però non bastare e allora si renderebbe necessario un intervento *in extremis* sull'economia reale, prevedendo ad esempio forme di tassazione anche sull'acquisto di merci provenienti dagli altri Paesi dell'Eurozona. Questo porterebbe le valute-ombra anche nell'economia reale e quindi l'euro sarebbe sostanzialmente disintegrato. *Spread* e tassazione sugli acquisti transfrontalieri diverrebbero quindi la regola stabilendo un non più tanto silente tasso di cambio tra i Paesi membri che, una volta segregato tutto il rischio che si può segregare, condurrebbe a una graduale rottura dell'Eurozona anche sul piano formale. Tutto questo dimostra che la Germania ha le idee molto chiare su come immunizzarsi dai rischi della periferia e le sue proposte coltivano principalmente questo fine anche se si cerca di spacciarle come iniziative per aumentare la resilienza dell'Eurozona.

Prima che l'accoglimento delle proposte tedesche inneschi forti dinamiche disgregatrici all'interno della nostra area valutaria è necessario instaurare subito una dialettica costruttiva con la Germania e gli altri Paesi del "centro", presentando contro-proposte autenticamente idonee a rilanciare il progetto di integrazione europea e a perseguire il riallineamento dei cicli economici e lo sviluppo condiviso che però sono scolpiti soltanto sulla carta dei Trattati europei.

Il debito pubblico: riformare l'Esm come passo verso una piena mutualizzazione dei debiti

Il Meccanismo Europeo di Stabilità (*European Stability Mechanism*) – istituito a fine 2012 come un fondo Salva-Stati permanente per l'Eurozona – presenta tutte le caratteristiche (e le debolezze) di un compromesso. Il Fondo nasce come ente prestatore di ultima istanza per accrescere la solidità dell'Eurozona dopo le crisi di fiducia sul debito pubblico nei Paesi Periferici, la ristrutturazione del debito pubblico greco¹ nel marzo 2012 e il "quasi" *default* delle banche spagnole. Ma la sua architettura incontra dei limiti che riflettono l'intenzione dei Paesi *core* di segregare i rischi all'interno della periferia.

Esistono alternative percorribili alla situazione attuale: ho elaborato un progetto di riforma radicale²⁻³ che prevede di trasformare l'Esm in un'istituzione che garantisca realmente la stabilità finanziaria per l'Eurozona nel suo complesso. L'idea è quella di costruire un meccanismo di transizione verso un unico debito federale per l'area euro.

Questo obiettivo – attualmente impensabile – potrebbe essere ottenuto tecnicamente attraverso un sistema di contribuzione che sia proporzionale al rischio-Paese e che possa aumentare la resilienza del meccanismo in termini di struttura del bilancio.

In cambio dei contributi che riceverebbe, l'Esm dovrebbe diventare il garante di tutti i debiti pubblici degli Stati membri, permettendo la progressiva transizione verso un singolo debito federale per tutta l'Eurozona. Allo stesso tempo, i nuovi apporti di capitale darebbero all'Esm l'opportunità di erogare fondi per supportare gli investimenti pubblici nei Paesi periferici e favorire il riallineamento dei cicli economici all'interno dell'Eurozona senza abusare del ricorso alla leva finanziaria.

¹ (Psi – *Private Sector Involvement*).

² Minenna M. (2017), "Getting to Eurobonds by reforming the Esm" – Financial Times Alphaville. Link: <https://ftalphaville.ft.com/2017/11/21/2195979/guest-post-getting-to-eurobonds-by-reforming-the-esm/>

³ Minenna M. (2017) "Curing the eurozone: how to fix the Esm" – Risk magazine (November 2017). Link: <https://www.risk.net/comment/5350836/curing-the-eurozone-how-to-fix-the-esm>

Nel momento in cui la transizione sarà completata, l'intero debito pubblico dell'Eurozona sarà sotto una garanzia comune di tutti i Paesi membri⁴.

Se realmente si intende impedire la disgregazione dell'Eurozona sotto la pressione di interessi nazionalistici e dare una *chance* al progetto di integrazione europea, bisogna smettere di pensare da un punto di vista individualistico e in favore di una prospettiva federalista. Un insieme di Stati che condivide qualcosa in più di una moneta: un progetto comune.

L'Esm oggi

La struttura attuale dell'Esm limita la sua effettiva capacità di intervento all'interno di un sistema di vincoli molto stringente. Infatti:

- l'attivazione è ammessa solo in scenari molto problematici; i primi tre "azionisti" del Fondo (Germania, Francia e Italia) possono bloccare ogni decisione anche all'interno della procedura d'emergenza;
- forti condizionalità sono imposte ai Paesi beneficiari in termini di riforme interne;
- la struttura del capitale è distorta.

Al fine di chiarire l'ultimo punto, bisogna considerare che l'Esm ha un capitale sottoscritto di 704 miliardi di euro, di cui solo l'11,4% sono stati effettivamente versati; i restanti sono "*callable shares*", cioè da versare su richiesta del Fondo. Quindi il meccanismo è caratterizzato da un grande divario tra capitale sottoscritto e versato. Se il Consiglio Direttivo dovesse richiedere le quote non versate (625 miliardi), i membri dell'Esm dovrebbero tempestivamente soddisfare la richiesta con contributi aggiuntivi. Questo schema di versamento "a chiamata" espone il Fondo al rischio di insolvenza di singoli Paesi proprio nel momento di maggiore necessità e spiega perché il massimo livello di supporto finanziario che il Fondo è autorizzato a erogare è limitato a 500 miliardi, 200 in meno del livello di capitale sottoscritto.

L'Esm può rastrellare fondi emettendo obbligazioni "*investment-grade*" o altre tipologie di strumenti di debito. Secondo l'ultimo *report* annuale, il Fondo ha emesso strumenti di debito per un totale di 85,6 miliardi, un ammontare comparabile al capitale versato. Con queste modesta leva finanziaria, l'Esm ha erogato assistenza finanziaria nel contesto di crisi relativamente piccole che si sono sviluppate nell'Eurozona⁵.

⁴ Questa caratteristica renderebbe la necessità di una valutazione *risk-weighted* dei titoli di Stato completamente inutile.

⁵ La Grecia e Cipro hanno ricevuto prestiti mirati a tassi agevolati ma condizionati all'implementazione di rigide riforme strutturali. Il Fondo è stato anche coinvolto nella ricapitalizzazione indiretta delle banche spagnole quando nel 2012 si temeva per la loro solvibilità.

In ogni caso i fondi erogati fino ad ora non sono stati superiori a 87 miliardi; tuttavia, in un evento di crisi acuta di una delle economie più grandi, come l'Italia (ma anche la Spagna in connessione ad esempio con evoluzioni impreviste della crisi catalana), il Fondo potrebbe subire una crisi di liquidità se non il *veto* a intervenire da parte dei membri più intransigenti. Per esempio, la Germania – che vuole trasformare l'Esm in un meccanismo di controllo dei conti pubblici dei governi nazionali – mette palesemente in discussione la possibilità che il Fondo possa intervenire a supporto di una grande economia, come ad esempio l'Italia, in caso di una nuova grave crisi di fiducia sul debito. Fino a quando sarà concepito in questa logica, l'Esm non contribuirà realmente a migliorare la resilienza dell'Eurozona. Più che altro sarà soltanto un fardello, specialmente per quei Paesi come l'Italia che sono stati chiamati a delle gravose contribuzioni proprio nell'esatto momento in cui si erano impegnati a severi programmi di consolidamento fiscale, e che rimangono comunque esposti al rischio di un fallimento dell'Esm nell'intervenire adeguatamente. Da un'altra prospettiva: in cambio del proprio contributo al capitale dell'Esm (21,7 miliardi di euro) la Germania ha il pieno controllo del Fondo attraverso il suo diritto di veto; al contrario l'Italia – che ha già versato 14,3 miliardi e ha un potenziale obbligo di versamento di altri 111 miliardi – ha un diritto di veto praticamente inutile e che non dà garanzia di aiuto in uno scenario estremo. Più in generale, l'attuale conformazione dell'Esm interpreta in maniera scorretta il concetto di stabilità: può solo offrire un supporto finanziario di ultima istanza, ma impedisce al Fondo di avere un qualsiasi ruolo preventivo o anti-ciclico che è invece indispensabile in un'ottica di stabilità di lungo periodo. E la ragione di fondo è che l'euro-burocrazia delega ai singoli Paesi l'implementazione di riforme strutturali nella convinzione fallace che le cause degli squilibri economici vadano ricercate esclusivamente nel "lassismo" fiscale di alcuni stati "canaglia", e non invece nell'incompletezza e nelle distorsioni architettoniche dell'Unione monetaria.

1.2. Il meccanismo di transizione: la condivisione del Rischio e una struttura del capitale più forte

La mia proposta prevede un accordo di condivisione del rischio in cui i Paesi con un debito più rischioso pagano dei premi assicurativi nella forma di contribuzioni addizionali al capitale dell'Esm e ricevono protezione contro il proprio rischio sovrano da parte dei Paesi considerati come più sicuri.

Questa nuova struttura dovrebbe essere implementata gradualmente: il debito in scadenza dovrebbe essere riemesso con clausole di condivisione del rischio⁶ da parte di tutti i Paesi membri dell'Eurozona. In circa 10 anni, tutti

⁶ (Rsc – *Risk sharing clauses*).

i debiti pubblici sarebbero con rischio pienamente condiviso: i titoli di Stato italiani, francesi o tedeschi cesserebbero di esistere, venendo rimpiazzati da un debito unico per l'area euro con un'unica curva dei tassi di interesse e un unico *spread* di credito rappresentativo del rischio non diversificabile dell'Eurozona nel suo complesso.

All'interno di questo contesto riformato il rischio di liquidità tenderebbe a sparire grazie ai premi di assicurazione pagati dai Paesi più rischiosi: secondo alcune simulazioni svolte, l'aumento di capitale versato dovrebbe essere nell'ordine di 80-100 miliardi. Di conseguenza il Fondo rimpiazzerebbe l'eventualità di un versamento di 625 miliardi con un versamento certo di liquidità di circa 6/8 volte inferiore.

Il peso dei contributi sarebbe concentrato su Paesi rischiosi, mentre quelli più sicuri – come la Germania e la Francia – sarebbero esentati da qualsiasi contribuzione aggiuntiva⁷: d'altronde come venditori netti di protezione, non dovrebbero pagare i premi di assicurazione.

Si potrebbe dedurre che la Germania dovrebbe essere titolata a ricevere questi premi, ma quest'argomentazione non sta considerando le premesse di condivisione del rischio insite nella riforma. La scelta di assegnare un ruolo di garante all'Esm trova la sua spiegazione nella necessità di un arbitro *super partes* che dia credibilità all'accordo di condivisione del rischio. Per la stessa ragione, la *governance* dell'Esm dovrebbe essere modificata in maniera tale da rimuovere il diritto di veto assegnato a Germania, Italia e Francia e spingersi verso un regime più democratico.

In quest'ottica, si potrebbe altresì argomentare che, in prossimità di un evento di *default* da parte di un Paese come l'Italia, la Germania potrebbe essere indifesa a fronte di un obbligo di intervento da parte dell'Esm⁸. In ogni caso, affermare che la Germania correrebbe un rischio risulta per definizione non corretto. L'obiettivo della condivisione del rischio è consentire ai Paesi membri di diventare più sicuri insieme e di ridurre equamente la possibilità di un *default*: l'unico rischio di *default* sarebbe quello dell'Eurozona tutta.

La tabella seguente mostra l'impatto atteso della riforma proposta in termini di variazioni nella spesa per interessi per alcuni Paesi dell'Eurozona⁹.

La Germania avrebbe il più alto incremento nel costo di servizio del debito (circa 7,5 miliardi del debito), seguita dalla Francia (1,6 miliardi per anno). Al contrario Italia e Spagna otterrebbero il più grande beneficio (10,7 miliardi e 6,5 miliardi per anno rispettivamente). Di conseguenza la condivisione del rischio implicherebbe un effetto redistributivo dal centro verso la perife-

⁷ Oggi la Germania è vincolata ad un versamento eventuale di 169,3 miliardi.

⁸ La condivisione del rischio implica esattamente questo.

⁹ Al netto del costo di garanzia del debito.

Paese	anno 1	anno 2	anno 3	anno 4	anno 5	anno 6	anno 7	anno 8	anno 9	anno 10	Totale
Germania	1,8	3,2	4,2	5	5,7	6,3	6,9	7,4	7,9	8,3	56,8
Francia	1	1,7	2,1	2,3	2,3	2,1	1,9	1,5	1	0,4	16,3
Italia	0,5	-0,1	-1,6	-4	-7,2	-10,8	-14,7	-18,8	-23,1	-27,7	-107,4
Spagna	-0,4	-1,1	-2,1	-3,5	-5	-6,7	-8,5	-10,4	-12,4	-14,5	-64,4
Olanda	0	-0,2	-0,5	-1	-1,5	-2,1	-2,7	-3,3	4	-4,7	-20
Belgio	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	2,7
Austria	0,3	0,5	0,7	0,8	1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	9,6
Portogallo	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2
Finlandia	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,9
Irlanda	0,1	0,1	0,1	0,1	0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5

ria dell'Eurozona. è esattamente la direzione opposta dei flussi finanziari che sono fluiti dalla Germania e dagli altri Paesi *core* nel corso degli anni a causa della segregazione del rischio che ha permesso alla Germania di risparmiare fino a 240 miliardi di spesa per interessi dal 2007 al 2016.

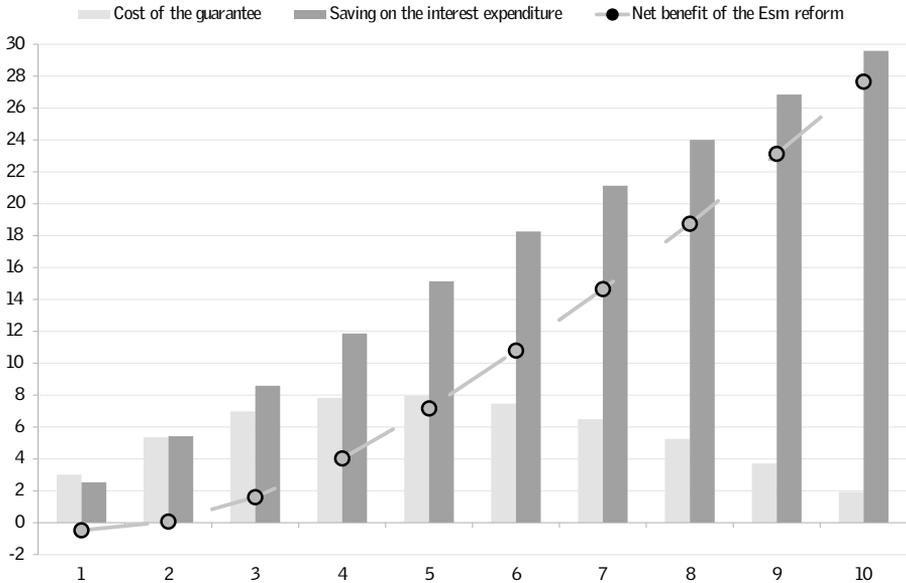
Una differenza principale rispetto al temporaneo trasferimento dei debiti pubblici verso la Banca Centrale Europea è l'irreversibilità della riforma proposta. Alla fine del decimo anno tutti il debito sarebbe mutualizzato; per quanto riguarda il periodo transitorio, si tratta di un gioco cooperativo: se un Paese dovesse abbandonarsi al *moral hazard* (ad esempio facendo *default* selettivo sul debito mutualizzato), ovviamente rimarrebbe da solo ad affrontare i propri creditori.

Questa minaccia dovrebbe essere sufficiente a evitare il *moral hazard* e a dare ai mercati un chiaro messaggio che l'Eurozona è irreversibilmente impegnata nel processo di integrazione; questo alimenterebbe una dinamica di convergenza auto-avverantesi su tutti i rendimenti dei titoli di Stato. Se un investitore ritiene che gli *spread* dei titoli sovrani tenderanno a sparire, comprerà un Btp italiano poco costoso e venderà a termine un *Bund* tedesco, incassando la differenza. Questi "*convergence trades*" ridurrebbero i premi di assicurazione richiesti a Paesi come l'Italia, con conseguenti risparmi in termini di spesa pubblica.

Inizialmente, il costo della garanzia tenderebbe a crescere nel tempo a causa dell'incremento della quota di debito pubblico inclusivo delle clausole di condivisione del rischio. Più in avanti il *trend* si invertirebbe per via della convergenza dei rendimenti dei titoli governativi.

La Figura 1 illustra gli effetti attesi della proposta nel caso dell'Italia, mostrando il costo della garanzia, il risparmio sulla spesa per interessi rispetto al caso standard in cui la riforma non avrebbe luogo e l'effetto combinato delle due componenti.

Figura 1 - Costi e benefici della riforma dell'Esm: il caso italiano



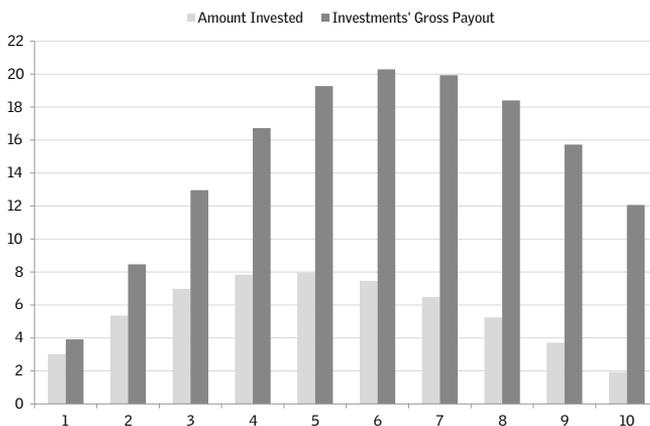
Per l'Italia, il costo totale della garanzia sarebbe di 56 miliardi da ripartire su un orizzonte temporale di dieci anni, ma – come mostrato nella figura – partendo dal terzo anno questi costi sarebbero più che compensati dai risparmi nella spesa per interessi. Per quanto riguarda i Paesi *core*, in cambio dell'aumento del loro livello di rischio complessivo, essi potrebbero beneficiare della stabilità duratura dell'Eurozona. Infatti i premi pagati per la garanzia dell'Esm rappresenterebbero uno scudo contro condotte fiscalmente irresponsabili dei Paesi periferici: più debito pubblico dovessero generare, più alta sarebbe la contribuzione che dovrebbero versare al Fondo. Inoltre, al fine di promuovere solide politiche di bilancio, le clausole di condivisione del rischio dovrebbero proibire la ridenominazione del debito in una nuova eventuale valuta. Questo divieto – che risulta punitivo in un'Eurozona dominata dal principio di segregazione del rischio – diventerebbe ragionevole all'interno di un accordo di condivisione del rischio: se sono interessato al supporto della Germania nel condividere i miei rischi, è necessaria fiducia e la rinuncia all'opzione di abbandonare l'unione monetaria per ridurre il debito pubblico tramite inflazione.

1.3. Utilizzare la leva finanziaria Esm per incrementare investimenti e crescita

Sebbene la condivisione del rischio avrebbe dovuto contribuire a livellare il terreno di gioco tra i vari Stati membri, le differenze nel costo del denaro hanno

creato profondi divari competitivi che hanno favorito alcuni Paesi a spese di altri. Bassi tassi di interesse hanno favorito la crescita dell'economia nei Paesi *core* mentre le difficoltà nell'accesso al credito hanno colpito la produzione industriale nella periferia, mentre gli stringenti vincoli europei riducevano il supporto pubblico all'economia. Anche in questo caso un nuovo Esm potrebbe dare un fondamentale contributo al rilancio delle regioni meno sviluppate dell'Eurozona. Lo schema che suggerisco è molto semplice: oggi il Fondo ha una leva finanziaria di circa 1 (se si compara il capitale versato con le obbligazioni emesse fondamentalmente per fornire aiuto finanziario in situazioni di emergenza quali le crisi greca e cipriota). La mia idea è quella di utilizzare una maggiore leva finanziaria resa possibile dal versamento dei premi di assicurazione al capitale del Fondo per supportare l'economia reale dei Paesi periferici che, com'è noto, sono anche i più rischiosi. In questa maniera Paesi come l'Italia, la Spagna e il Portogallo potrebbero vedere un immediato ritorno dei contributi versati al capitale del Fondo e verrebbero aiutati a rivitalizzare la crescita con benefici anche dal lato di riduzione del rapporto debito/Pil. Non solo. Nel suo nuovo ruolo di investitore, l'Esm potrebbe finanziare investimenti profittevoli¹⁰, ad esempio attraverso soluzioni di *project financing*. La Figura 2 mostra, come esempio, il caso dell'Italia, il Paese che avrebbe l'onere dei più alti versamenti all'Esm nel caso di riforma del Fondo secondo un contributo proporzionale al rischio.

Figura 2 - Benefici stimati dal finanziamento dell'Esm di investimenti pubblici: il caso italiano (miliardi di euro)



¹⁰ È ben noto che investimenti oculati hanno moltiplicatori fiscali molto alti, specialmente se concentrati in aree ad alto potenziale che hanno sofferto particolarmente dei tagli alla spesa pubblica.

Le stime in Figura 2 mostrano che in dieci anni, in confronto ai 56 miliardi pagati all'Esm nella forma di premi di assicurazione, l'Italia otterrebbe un beneficio in termini di investimenti pubblici pari a 150 miliardi di nuovo Pil. Naturalmente si tratta di una scommessa, ma comunque è uno scenario migliore per un Paese dove, a causa del *Fiscal Compact*, del pericolo di rialzo dei tassi di interesse e della disciplina troppo prudentiale sui crediti deteriorati, la finanza ha smesso di supportare l'economia reale e il bilancio pubblico ha perso 100 miliardi di introiti fiscali da banche e imprese.

Al fine di verificare la qualità e la profittabilità degli investimenti, l'intero processo di selezione dei progetti e di supervisione degli stessi dovrebbe essere assegnato a una Commissione sovranazionale, ad esempio un braccio della Banca Europea degli Investimenti o attingendo a istituzioni esistenti, come l'*European Fiscal Board* istituito nel 2015 e che attualmente ha soltanto un ruolo consultivo.

Resta inteso dunque che i governi dei Paesi beneficiari non sarebbero autorizzati a selezionare progetti di investimento e a supervisionarne i progressi; apposite istituzioni sovranazionali sarebbero competenti per questo. Così come per la condivisione del rischio sui debiti pubblici anche gli investimenti finanziari dall'Esm sarebbero degli obiettivi di respiro europeo.

1.4. Una visione ad ampio spettro della gestione del debito pubblico

Allargando un attimo l'ambito di analisi dagli aspetti più tecnici, bisogna constatare che la proposta descritta si configura nel complesso di una revisione radicale dei meccanismi attuali di gestione del debito verso l'obiettivo ultimo della mutualizzazione. Il principio appare semplice: applicare il meccanismo di condivisione del rischio e far sì che gli Stati membri paghino un premio al Fondo Esm per coprirsi del differenziale tra il loro rischio di credito e quello della media dell'Eurozona. Nella sostanza, un *Credit Default Swap* con clausole aggiuntive che proibiscano esplicitamente la ridenominazione del debito pubblico in un'eventuale nuova valuta.

Il processo di assicurazione avverrebbe gradualmente mentre il debito va a scadenza. Dopo aver completato l'operazione, non sarebbe consentito emettere ulteriore debito pubblico in maniera indipendente dallo schema di mutualizzazione descritto. L'Esm – seguendo una logica di mercato – dovrebbe emettere obbligazioni a rischio pienamente mutualizzato per un ammontare uguale ai premi Cds raccolti dagli Stati membri. Il ricavato dovrebbe poi essere investito nelle economie degli Stati membri in proporzione allo sforzo da queste fatto nel finanziare il nuovo Fondo Esm riformato. Ogni potere relativo alla gestione degli investimenti (selezione, amministrazione, revisione) dovrebbe essere trasferito a un'istituzione indipendente sovranazionale (ad esempio l'*European Fiscal Board*).

Ovviamente tutto questo avrebbe un impatto dirompente sull'attuale infrastruttura finanziaria dell'Eurozona. L'Architettura del *Fiscal Compact* dovrebbe essere coerentemente armonizzata per escludere i contributi all'Esm dai calcoli relativi ai saldi strutturali. La Banca Centrale Europea dovrebbe garantire un adeguato supporto con la prosecuzione del suo programma di acquisti titoli per un lasso di tempo ragionevolmente lungo. Per definizione questo *design* del Fondo Esm produrrà la convergenza negli *spread* Cds verso un unico valore per tutta l'Eurozona. Infatti un debito pienamente mutualizzato implica necessariamente una valutazione omogenea del rischio di credito. L'assenza di uno *spread* di credito tra gli Stati membri rimuove uno dei fattori più importanti che sta attualmente alterando la competitività all'interno dell'Eurozona e che è chiaramente contro i principi che sono a fondamento dei Trattati europei. Infatti, banche e imprese sono attualmente discriminate attraverso costi di finanziamento divergenti, con evidenti conseguenze in termini di trasferimenti di ricchezza dai Paesi *core* a quelli periferici. L'assenza di un meccanismo di aggiustamento attraverso i tassi di cambio implica la persistenza di questi squilibri con danno non solo per i Paesi periferici ma per tutta l'Eurozona nel suo insieme.

In questa prospettiva la riforma del Fondo Esm sarebbe uno dei pilastri di una nuova Eurozona fondata sulla condivisione dei rischi, dove un'unica struttura a termine dei tassi di interesse verrebbe finalmente alla luce per restare. I debiti pubblici nazionali sparirebbero definitivamente. Il bilancio dell'Esm rifletterebbe questa caratteristica con un lato passivo composto da tutto il debito pubblico dell'Eurozona. In questa maniera si potrebbe finalmente assistere alla nascita degli *Eurobonds*, anche se in una forma sintetica e amministrata da un Esm che nei fatti arriverebbe ad accentrare tutte le tipiche funzioni di un Ministero dell'Economia per i Paesi membri. Dal lato dell'attivo, oltre 100 miliardi di investimenti nell'economia reale sarebbero il primo, chiaro passo verso un bilancio federale¹¹. La speranza è che questo renda la gestione del ciclo economico più coordinata ed efficace di quanto sia adesso con l'attuale struttura incompleta dell'Unione. Quindi una proposta certamente radicale, ma rispettosa dei principi di mercato e che muove in una visione federalista dell'Europa. Ovviamente, potrebbe non essere politicamente fattibile data la presente situazione politica nell'Unione. La mancanza di cambiamento tuttavia non depone favorevolmente per un reale progresso nel processo di integrazione europea.

Il debito privato: proposte alternative per affrontare il problema dei crediti deteriorati nell'Eurozona

Le ultime settimane hanno visto continuare a crescere la pressione della Bce sulle banche italiane relativamente al problema dei crediti deteriorati (gli Npl,

¹¹ Almeno 1.000 volte più ampio di quello attuale.

non-performing loans). Con la pubblicazione dell'*addendum* sul trattamento contabile degli Npl il 5 ottobre u.s. la Bce ha nella sostanza definito il quadro normativo necessario a rendere operative le linee-guida rilasciate a marzo 2017. Il perseguimento da parte delle banche europee di “obiettivi ambiziosi” in tempi ristretti ha ora una specificazione in termini numerici: per ora, solo gli Npl contabilizzati dopo il 1° gennaio 2018 dovrebbero avere una copertura al 100% nell’arco di due anni in assenza di garanzie e in sette anni se assistite da adeguato collaterale.

La svalutazione dovrà essere graduale nel tempo, in modo tale da impattare sugli accantonamenti delle banche da subito. Anche se le osservazioni di forma del Parlamento europeo provocheranno un probabile ritardo dell’entrata *into force* della normativa e nonostante ci siano state a vari livelli rassicurazioni ufficiali sull’impatto limitato della normativa, lo stesso presidente Draghi ha dichiarato¹² che presto disposizioni simili verranno estese anche allo *stock* di Npl accumulati fino ad oggi.

L’obiettivo ultimo, definito su scala europea, dove l’entità dei crediti deteriorati in termini relativi è più contenuta, è quello di ridurre il peso del credito “cattivo” rispetto al totale erogato per poter consentire una ripartenza robusta dei prestiti a imprese e famiglie.

2.1 Una concezione differente di *Asset Quality Review*

è necessario constatare come, allo stato attuale, per un investitore sia difficile avere fiducia nello stato di salute del sistema bancario nazionale. I recenti salvataggi del Monte Paschi di Siena, della Popolare di Vicenza e di Veneto Banca sono semplicemente gli ultimi sviluppi di una situazione che è precaria da tempo. I mercati finanziari hanno reagito riducendo il *funding* alle banche italiane: l’ammontare collocato di obbligazioni bancarie si è ridotto del 30% a partire dall’inizio del 2015.

Il declino nei volumi si è sovrapposto a rendimenti in crescita sulle obbligazioni subordinate e *senior* non garantite. Questo non è un dettaglio di poco conto per un Paese dove le obbligazioni storicamente hanno rappresentato una parte importante del passivo delle banche. A rendere la situazione più complessa, si sono inseriti i nuovi requisiti di capitale imposti dalla Direttiva Brrd¹³. Infatti secondo le nuove disposizioni ogni istituzione creditizia deve soddisfare un requisito minimo di capitale in termini di fondi propri e passività (il cosiddetto *Mrel* ovvero il *Minimum Requirement for own Funds and Eligible Liabilities*), che possano essere immediatamente colpiti in caso di

¹² Introductory Statement by Mario Draghi, President of the Ecb, at the Econ committee of the European Parliament, Brussels, 20 November 2017.

¹³ Direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*).

bail-in al fine di prevenire il coinvolgimento dei contribuenti (*bail-out*) e possibilmente dei creditori privilegiati.

Il Mrel dovrà essere calcolato secondo una logica *case by case*¹⁴; anche se allo stato attuale non si hanno indicazioni definitive, sembra che avrà un impatto almeno doppio rispetto ai vecchi requisiti previsti dalla normativa di Basilea I e II più un cuscinetto di capitale aggiuntivo¹⁵.

In questo contesto bancario di elevata fragilità, la controversa proposta Bce sul trattamento contabile delle sofferenze parte da un principio giusto ma lo declina in una maniera fortemente penalizzante per economie dipendenti dal credito bancario e soffocate da un sistema giudiziario lento, come quella italiana e greca.

Eppure è possibile lavorare su soluzioni *out of the box* per gestire la questione dei crediti deteriorati, spostando il baricentro di analisi dall'interesse della banca, che punta a recuperare quanto più credito possibile, a quello del *policy-maker* che minimizza i costi per l'economia nel suo complesso.

Sarebbe pertanto necessaria a livello comunitario una diversa *Asset Quality Review* rispetto all'esercizio standard svolto finora, che discrimini quanti (e quali) crediti deteriorati siano ascrivibili a un tessuto produttivo oramai "defunto" e quanti siano sulle spalle di imprese in difficoltà, ancora sul mercato e meritevoli di rilancio.

Nel libro *La Moneta Incompiuta*¹⁶ ho presentato delle soluzioni innovative e atipiche dal punto di vista delle *policy* economiche convenzionali.

Come prima idea, ritengo sia necessario predisporre la creazione di un veicolo a livello europeo in grado di cartolarizzare i crediti deteriorati "morti" e di predisporre le misure più efficienti per la massimizzazione del recupero dei prestiti a livello giudiziale. Questo veicolo avrebbe contato sul supporto della Bce attraverso il programma di acquisto di Abs del *Quantitative Easing* (Abspp) e su limitate garanzie degli Stati membri sulle tranche cartolarizzate più rischiose.

¹⁴ In particolare, dovrà essere la somma di due componenti: una componente legata direttamente all'assorbimento delle perdite (*Absorption Loss*) e una seconda connessa con la necessaria ricapitalizzazione post *bail-in* (*Recapitalization Amount*).

¹⁵ In un *report* di dicembre 2016, l'Autorità Bancaria Europea (Eba) ha stimato che per essere in regola con la nuova normativa Mrel le banche europee necessiterebbero di fondi in un intervallo tra 186 miliardi e 275 miliardi di euro. Le banche italiane dovrebbero rastrellare ulteriori fondi compresi in una forchetta tra 79 e 111 miliardi nella forma di debito subordinato. Un *report* aggiornato della situazione appare in Minenna (2017) "How Italian banks are disadvantaged by new Mrel rules" – Financial Times Alphaville. Link: <https://ftalphaville.ft.com/2017/07/21/2191734/guest-post-how-italian-banks-are-disadvantaged-by-new-mrel-rules/>

¹⁶ Minenna M. et al., *La Moneta Incompiuta*, Edizioni Ediesse, 2016.

I crediti deteriorati ma “vivi” troverebbero invece adeguato trattamento attraverso la seconda proposta “Salva-Imprese” che parte dal presupposto di superare la contabilizzazione a valore nominale del rapporto creditizio banca-impresa nel momento in cui si proceda a una sua svalutazione. La presente relazione offre spunti di riflessione e approfondimento su entrambe le proposte in questione.

2.2. Un quadro aggiornato dei prestiti all'economia reale

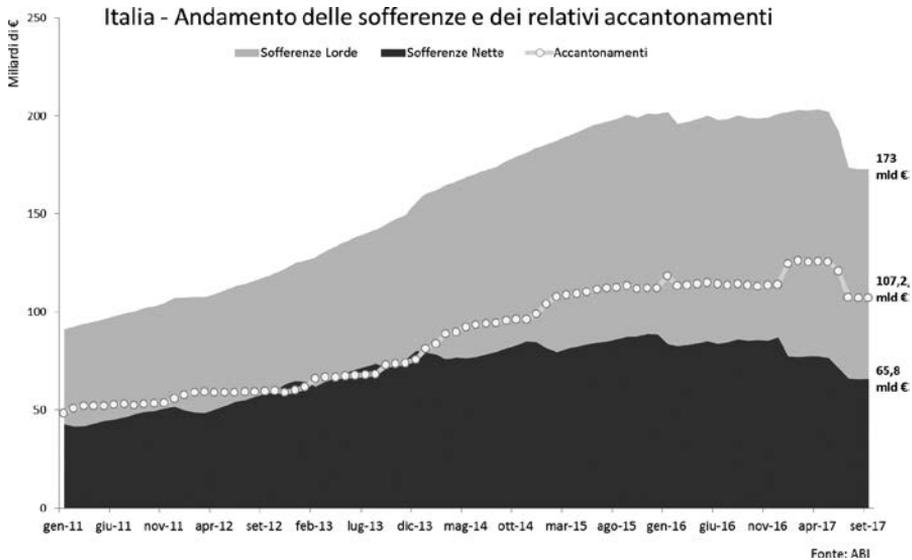
Allo stato attuale infatti, la dinamica dei prestiti nell'Eurozona, nonostante sia in ripresa, è ancora lungi dall'essere ottimale (cfr. Figura 3).

Figura 3



In Italia la situazione rimane complessa. Il dato preoccupante è relativo alle sofferenze, cioè a quei crediti deteriorati la cui probabilità di recupero è molto bassa o nulla per via dell'acclarata difficoltà del debitore a far fronte ai propri impegni (i.e. se un'impresa è in “stato di decozione” evidenziato dal fallimento o da altra procedura concorsuale). Il dato di settembre 2017 indica uno *stock* complessivo di circa 173 miliardi di euro di sofferenze lorde (cioè senza considerare le svalutazioni dei crediti effettuate tempo per tempo dalle banche mediante la contabilizzazione di perdite parziali), in apprezzabile discesa dai massimi di dicembre 2016 (cfr. Figura 4).

Figura 4



Il dato al netto di queste svalutazioni è circa 65 miliardi, segno che le banche hanno già tenuto conto nei bilanci di una rilevante parte delle perdite attese cumulando crediti fiscali nei confronti dello Stato (i c.d. *Deferred Tax Credits*, o Dtc) che tra l'altro contribuiscono alla loro patrimonializzazione, stante la vigente disciplina prudenziale. Oltre il 60% del totale delle perdite potenziali (circa 107 miliardi su un totale di 173) è infatti già stato rettificato dalle banche al valore presumibile di realizzo. Questo implica che le banche stimano a oggi di recuperare circa il 37% dai debitori in difficoltà, un dato nettamente più basso rispetto a quanto accaduto storicamente tra il 2006 ed il 2013 (47% di valore dei crediti recuperato). Il valore storico non è comunque una stima attendibile: riguarda un periodo non omogeneo che comprende parzialmente sia l'esplosione della crisi del 2009 e sia l'esplosione del fenomeno delle sofferenze dopo il 2011. Le stime di mercato a cui si sono assestate le trattative con le società specializzate nella gestione degli Npl e cioè i *vulture funds* (o "società o fondo avvoltoio") non si discostano dalla forchetta tra il 15% e il 25% (con alcune eccezioni)¹⁷.

¹⁷ Vale la pena ricordare come anche i crediti delle quattro banche sottoposte a procedura di *bail-in* (Banca Marche, Banca popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di risparmio di Ferrara e Carichieti) e della Banca Tercas sono stati scorporati e trasferiti all'interno della costituita bad bank al valore del 20%. Allo stato appare difficile che la bad bank riesca a recuperare anche questo valore limitato.

Si consideri inoltre che il 58% dei crediti in sofferenza è composto da prestiti a medio-lungo termine (cioè con scadenza maggiore di 5 anni); questo implica un forte peso della componente “interessi non pagati” rispetto al capitale originario preso in prestito, che può raggiungere agevolmente il 50% di tutta l’esposizione creditoria complessiva in sofferenza.

Variegata è la situazione delle “inadempienze probabili” (*unlikely to pay* – Utp), la categoria Eba di crediti deteriorati che racchiude la vecchia classificazione di Banca d’Italia in “crediti ristrutturati e incagli”. Oltre 52 miliardi che si spera possano essere ulteriormente recuperati se il ciclo economico proseguisse con decisione in *momentum* positivo. La lieve ripresina in atto dal 2015 ha già permesso di ripristinare *in bonis* il 55% degli Utc. D’altro canto oltre il 20% è stato contestualmente degradato a sofferenze, mentre il restante 25% è rimasto classificato come Utp vedendo le possibilità di recupero ridotte per il semplice scorrere del tempo (*ageing*). In questa prospettiva appaiono in linea gli accantonamenti previsti per gli Utp, circa il 30% del valore dei crediti, un valore molto inferiore rispetto al 60% effettuato sulle sofferenze.

Dai contenuti delle linee-guida, è chiaro come la Bce stia *de facto* “suggerendo” la via preferenziale della vendita a prezzi di sconto dei pacchetti di crediti deteriorati ai *vulture fund*¹⁸.

Anche i governi italiani che si sono succeduti si sono mossi nel solco di questa strada, modificando le leggi che governano la deducibilità fiscale delle perdite su crediti; in un paio di passaggi legislativi il periodo di ammortamento di una perdita su crediti è passato da 18 anni a un solo anno. In altri termini, riconosciuta una sofferenza, la banca deduce fiscalmente la perdita¹⁹ in un solo anno, conseguendo crediti fiscali e quindi minor gettito per l’erario.

Su questo aspetto è presente infine un ulteriore incentivo a gestire in termini dismissivi gli Npl a favore dei *vulture funds*. I Dtc, come già detto, contribuiscono infatti integralmente alla patrimonializzazione della banca in base alla vigente disciplina di vigilanza prudenziale europea. Il contributo dei crediti fiscali al rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito dell’Eurozona è tutt’altro che irrilevante, dato che nel 2015 superava il 15%; in Italia oltre il 10% del patrimonio di vigilanza delle banche è costituito da Dtc.

¹⁸ Non si tratta di una *policy* nuova per la Banca Centrale Europea, che ha spinto per un’accelerazione del riconoscimento delle perdite su crediti fin dall’avvio dell’operatività del meccanismo unico di vigilanza nel 2014. D’altronde tale condotta in un’ottica di breve periodo in cui la vigilanza mira al rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito è comprensibile; la dismissione delle sofferenze in base alla vigente disciplina prudenziale, infatti, sostituisce nell’attivo del bilancio della banca una posta (il Npl) che assorbe molto capitale, con la liquidità che invece non ne assorbe affatto.

¹⁹ in gergo tecnico la “spesa in bilancio”.

I risultati sono chiaramente visibili nei dati sui tassi di recupero relativi al periodo più recente 2014-2016, scesi dal 47% al 35% a causa delle vendite di pacchetti cartolarizzati di sofferenze a prezzi medi di poco superiori al 20% alle “società avvoltoio” che, si ricorda, sono prevalentemente con sede all'estero²⁰. In ogni caso, la dismissione delle sofferenze a prezzi da saldo inferiori del 15-20% rispetto al valore di recupero iscritto in bilancio comporta la contabilizzazione di ulteriori perdite, che le banche devono ripianare attraverso *round* di ricapitalizzazioni forzate.

Seguono ricadute negative sul tessuto economico-produttivo derivanti dal cambio della proprietà del credito. Si passa dalla banca, interessata al recupero del credito attraverso un'interazione costruttiva con l'impresa salvaguardando l'attività produttiva, alla “società avvoltoio” motivata a “spremere” valore dal credito in un tempo più breve (che può scendere anche a soli 7 anni), anche attraverso il ricorso accelerato a procedure esecutive. Per un'impresa già in difficoltà per via della crisi e della stretta creditizia ma che ha ancora del potenziale produttivo, l'interazione con il *vulture fund* può nuocere alla residua capacità di resistere sul mercato²¹. Se il fondo avvoltoio che generalmente ha sede all'estero riesce a recuperare con successo delle risorse, queste andrebbero, tra l'altro, a remunerare investitori che sono al di fuori del circuito economico nazionale; in sostanza si realizza un trasferimento all'estero di ricchezza nazionale.

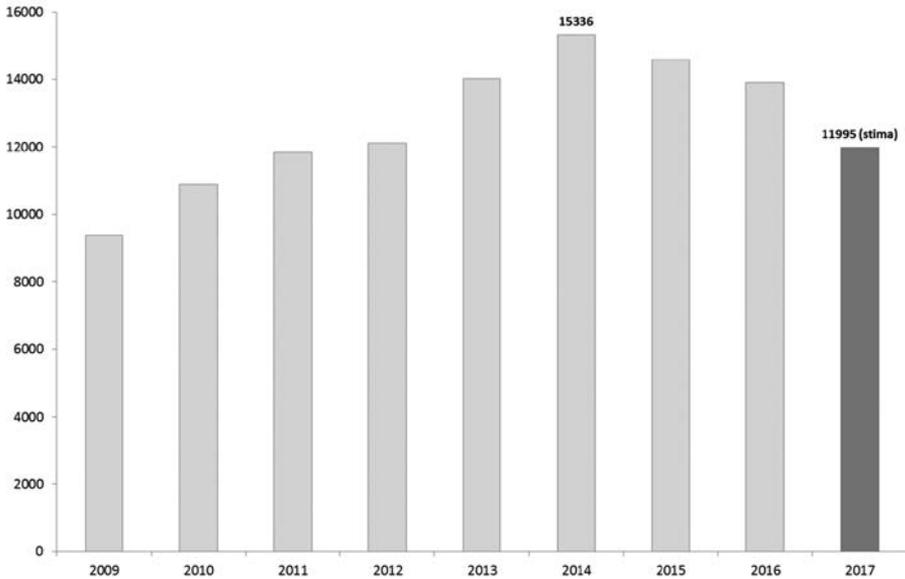
Questa strategia implica dei costi per l'erario in termini di mancati introiti fiscali, che si aggiungono al mancato gettito derivante dall'inadempienza originaria del debitore. Si calcola che si siano persi fino a 100 miliardi di gettito fiscale aggiuntivo in oltre 5 anni di crisi economica. Un circolo vizioso che si sta da anni pericolosamente affacciando sulla scena nazionale con evidenti effetti sulla tenuta del nostro sistema produttivo; i dati sul fallimento delle imprese non sono affatto incoraggianti, per quanto sia in riduzione per via della ripresa in corso e ci sia stata una crescita delle procedure di amministrazione straordinaria su base volontaria (cfr. Figura 5).

²⁰ Questo accade perché all'estero, in genere, la regolamentazione dei *vulture funds* è meglio definita e più aderente alle esigenze del mercato. Nulla vieterebbe di riformare l'attuale normativa nazionale sui *vulture funds* tramite la costruzione di un percorso autorizzativo e di controllo specifico. Questo consentirebbe probabilmente lo sviluppo di fondi speculativi anche sul mercato nazionale; vista la rilevante dimensione della ricchezza finanziaria privata e dell'industria del risparmio gestito, sarebbe possibile indirizzare 80 miliardi di euro (assai meno del 10% della ricchezza finanziaria) verso il riacquisto delle sofferenze attraverso *vulture funds* nazionali.

²¹ Questo fenomeno assume ancora più valenza se consideriamo che le imprese che si trovano in questa situazione sono rimaste assai poche, visto che la maggioranza delle sofferenze riguarda soggetti da tempo non più economicamente vitali (cfr. infra §3).

Figura 5

Italia - Numero di fallimenti d'impresa



Fonte: OCSE - CRIBIS

ESEMPIO

Si ipotizzi, come esempio, un'impresa "in buona salute" che (pre-crisi finanziaria) ha un debito verso una banca di 10 milioni di euro e versa tasse sui profitti conseguiti per 3 milioni. Nel frattempo la banca, titolare di crediti *in bonis* ha un'ottima redditività e versa all'erario 4 milioni. Siamo nell'anno 0: il gettito complessivo per lo Stato raggiunge dunque i 7 milioni.

Nell'anno 1, a causa della crisi internazionale, i profitti dell'impresa scendono; scende così anche l'importo delle tasse versate. L'impresa è comunque in grado di far fronte al servizio del debito; di conseguenza la redditività della banca è ancora inalterata e i versamenti fiscali invariati. L'erario sperimenta una riduzione di gettito pari a 2 milioni.

Nell'anno 2 la crisi economica si aggrava. L'impresa azzerà gli utili e quindi

anche il suo gettito fiscale; inoltre le condizioni sono tali da rendere impossibile sostenere il servizio del debito con la banca. Si riducono di conseguenza anche la redditività della banca – che registra il credito come una sofferenza con valore di recupero stimato del 20% – e le tasse versate all'erario. A causa della crisi e della procedura di svalutazione prudenziale dei crediti il fisco registra quindi un azzeramento temporaneo del gettito.

Senza interventi strutturali straordinari, a questo punto, le sofferenze vengono vendute dalla banca al valore del 20% ai *vulture fund*. Il "fondo avvoltoio" potrebbe proporre in alcune circostanze accordi di stralcio e rimodulazione del debito; tuttavia, nel caso in cui ci sia del valore da estrarre che giustifichi un recupero atteso mediamente positivo, il fondo può ricorrere allo "spezzatino" dell'impresa, ovvero all'attivazione di procedure concorsuali che molto probabilmente portano al fallimento. Ipotizziamo in 1 milione il valore ulteriore di realizzo che il fondo "estrarrebbe" da queste attività esecutive. In definitiva circa 3 milioni di valore verrebbero incassati dalla "società avvoltoio" di cui 1 milione esce per sempre dal circuito finanziario e produttivo nazionale; 2 milioni essendo, infatti, stati realizzati dalla banca con la vendita del credito in sofferenza costituiscono una "partita di giro" e restano nelle disponibilità del "sistema Italia".

In definitiva, alla fine del ciclo di "smaltimento" delle sofferenze secondo le modalità attualmente più diffuse, il credito di 10 milioni è stato dunque più che pagato, gravando per 9 milioni sullo Stato (per via della riduzione di gettito pari a 2 milioni nell'anno 1 e a 7 milioni nell'anno 2) e, quindi, sui contribuenti e per 3 milioni sull'impresa.

2.3. I costi occulti dell'attuale strategia di gestione dei crediti deteriorati

Il principio che informa il comportamento delle banche nei confronti delle imprese affidate in difficoltà prevede sempre, idealmente, il pagamento degli interessi e il rimborso dell'integrale importo del debito. Esso è connesso, tra l'altro, alla circostanza che sia la banca che l'impresa in difficoltà mantengono in contabilità il rapporto creditizio iscritto al valore nominale. Ciò condiziona tutte le interazioni successive, dall'avvio di eventuali accordi transattivi alle procedure concorsuali che possono condurre alla riduzione del valore di tale credito, garantendo o meno la continuità dell'attività aziendale. Nel caso in cui infatti non si dovesse raggiungere un accordo, si arriverà al fallimento dell'impresa con la conferma di fronte al giudice fallimentare del valore nominale del credito ai fini del riparto della massa attiva.

Inoltre l'impresa che ha debiti in sofferenza verso il sistema bancario si trova ovviamente a non avere accesso a nuovo credito, in quanto segnalata come "cattivo pagatore" nell'ambito delle procedure di controllo dei rischi di credito previste dal nostro sistema bancario²² (i.e.: la "centrale dei rischi" gestita da Bankitalia). A ciò si aggiunge che negli ultimi anni tutte le banche hanno implementato sistemi di *scoring* creditizio interno che tendono a penalizzare automaticamente i "cattivi pagatori".

Nei fatti verrebbe inesorabilmente perduto il gettito potenziale derivante da un rilancio di quella percentuale di imprese per cui basterebbe una moderata riapertura del credito bancario, al momento invece bloccato per via dell'informativa registrata nella Centrale dei Rischi di Bankitalia²³.

Aver svalutato il credito e speso le perdite a bilancio per poi vendere la sofferenza ai *vulture funds* ha pertanto solo distrutto valore con le conseguenze in termini di produzione industriale e dell'occupazione del Paese che stiamo osservando in questi anni. Dall'inizio della crisi siamo di fronte a dati da scenario post-bellico con la produzione industriale scesa del 25%, la disoccupazione ben oltre il 10%, che includendo gli inoccupati e i sottoccupati arriva al 25% e con dati relativi alla disoccupazione giovanile che superano il 35% nonostante l'attuale "ripresina" in corso.

2.4. Una efficiente bad bank europea per il recupero dei crediti "morti"

Nel corso degli anni passati il problema dei Npl è stato arginato a livello nazionale ricorrendo a garanzie statali (Gacs²⁴ e decreto Salva-Risparmio²⁵) e al *bail-in* di azionisti e obbligazionisti subordinati come accaduto nel novembre 2015. Arginato certo, ma non risolto: nel "gioco" dell'elargizione di garanzie presto il governo potrebbe essere costretto ad attingere alle casse pubbliche in maniera maggiore del prevedibile.

Finora gli interventi tampone hanno più rispettato una logica di peso politico che di reale condivisione dei rischi; in alcuni casi semplicemente hanno rispecchiato l'esposizione dei sistemi bancari esteri nel Paese in difficoltà. Nel caso della Grecia si andò addirittura oltre: a fronte di un'esposizione delle

²² Si tratta di un problema che coinvolge ovviamente anche i crediti Utp.

²³ Secondo stime recenti di Banca d'Italia quasi il 20% dei crediti che riescono a ottenere una ristrutturazione diversa dalla cessione in blocco ai *vulture funds* recupera poi lo status di credito *in bonis*.

²⁴ D.L. 18/2016 – Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs). D.M. 3 agosto 2016 – Disposizioni di attuazione della disciplina della Gacs di cui al D.L. Il D.M., per espressa previsione legislativa, non ha natura regolamentare.

²⁵ D.L. 23 dicembre 2016 n. 237 recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio, convertito in Legge n. 15/2017.

banche tedesche (13 e 14 miliardi rispettivamente) nei confronti del sistema Grecia, i governi intervennero con una quota di prestiti bilaterali di 11 e 15 miliardi, solo apparentemente in ossequio a una ripartizione pro-quota in proporzione al Pil e quindi a un principio di *risk-sharing*. Infatti, Italia e Spagna pur con un'esposizione trascurabile che non superava i 2 miliardi per l'Italia e poche centinaia di milioni per la Spagna hanno comunque contribuito molto più che proporzionalmente agli aiuti internazionali con prestiti da 10 e 7 miliardi rispettivamente.

A gennaio 2017 Andrea Enria, il presidente dell'Autorità Bancaria Europea (Eba), si è dichiarato favorevole a un'*asset management company* paneuropea: una società-veicolo per la gestione degli attivi bancari finanziata con denaro pubblico e di dimensioni tali da agevolare lo sviluppo di un mercato secondario dei Npl. In pratica una *bad bank*, ma europea solo di nome e non di fatto: infatti il progetto non prevede tuttora la condivisione dei rischi tra gli Stati dell'Ue ma contributi nazionali direttamente proporzionali alle dimensioni del problema nei singoli Paesi.

Eppure urge una *bad bank* europea che rilevi gli attivi deteriorati delle banche per consentire loro di indirizzare la liquidità verso impieghi fruttiferi indispensabili per far ripartire l'economia. Esattamente quello che ha fatto la Fed col programma Tarp acquistando 2000 miliardi di \$ di *assets* tossici.

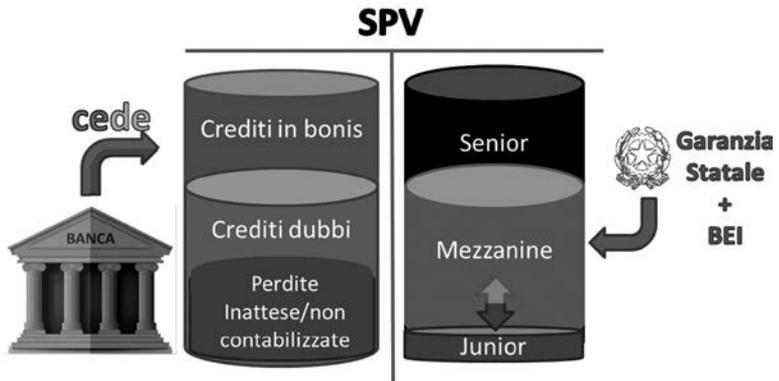
Una *bad bank* a compartimenti stagni non sarebbe però un vero intervento paneuropeo. In un contesto dove la Direttiva Brrd ha praticamente azzerato i margini di manovra per gli interventi statali servono forme di mutualizzazione dei rischi degli attivi bancari. Come evidenziato già in un lavoro Astrid del 2014²⁶, una *bad bank* opportunamente progettata può limitare il ricorso al supporto pubblico emettendo titoli (*asset-backed-securities* o Abs) appetibili per gli investitori istituzionali.

Il principio è semplice (cfr. Figura 6): basterebbe prevedere che gli attivi ceduti dalle banche includano una percentuale di posizioni *in bonis* e definire opportunamente la ripartizione delle emissioni di Abs in più *tranches* con profili di rischio-rendimento decrescenti (*senior, mezzanine e junior*) così da attirare una più vasta platea di investitori. Se la tranche *mezzanine* fosse assistita da una garanzia pubblica rilasciata (anche o quantomeno almeno in parte) da un'entità sovranazionale come la Bel, si potrebbero contenere dimensioni e costi della tranche *junior* e rateizzare su più anni l'impatto negativo della svalutazione/cessione degli Npl sui bilanci bancari sotto forma di costo della garanzia e cedole degli Abs.

²⁶ Franco Bassanini, Gino Del Bufalo, Rainer Masera, Marcello Minenna, Edoardo Reviglio, Giuseppe Zadra, 2014, Astrid, "Quantitative Easing, Structured Finance and Support to the Real Economy Proposals on Abs".

Figura 6

SPV per la cartolarizzazione di crediti



Cfr. Antonio Guglielmi, Marcello Minenna, 2015, MEDIOBANCA, “Bad Bank Thoughts”

Silvia Merler, Marcello Minenna, 2016, BRUEGEL, “Hard times for Italian banks”

In sostanza la *junior* e la garanzia dello Stato qualificerebbero per la banca una sorta di “rateizzazione” delle perdite non ancora contabilizzate sui crediti dubbi con indiscutibili benefici patrimoniali per la banca stessa. Allo stato attuale, purtroppo si è potuto constatare nell’analisi del paragrafo precedente come la normativa introdotta dal governo a partire dal 2014 renda impossibile traslare i benefici di questa rateizzazione sul piano fiscale, dato che si prevede un solo anno per la deducibilità fiscale delle perdite su crediti. Ovviamente, dimensione della *junior*, costo della garanzia sulla *mezzanine* e rendimenti degli Ab s andrebbero calibrati in relazione alle caratteristiche del mix di crediti buoni e cattivi conferiti. Inoltre, le *mezzanine* e *senior* sarebbero ammissibili per il *Quantitative Easing* della Bce secondo quanto previsto dalla decisione n. 45 del 2014²⁷, sebbene in una logica *case by case*.

²⁷ Decision of the European Central Bank of 19 November 2014 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme (Ecb/2014/45).

Questa strada potrebbe liberare con gradualità i bilanci perlomeno da 75 miliardi di vecchi crediti e fare spazio ai nuovi, avviando investimenti che rinsalderebbero il ruolo delle banche per il rilancio industriale del Paese.

2.5. Un approccio Salva-Imprese alla gestione delle sofferenze "vive"

Il quadro non troppo confortante dello stato del sistema bancario ha ispirato diverse proposte alternative di gestione delle sofferenze riportate anche in alcuni disegni di legge. Si tratta di superare *una tantum* la contabilizzazione a valore nominale del rapporto creditizio banca-impresa nel momento in cui si proceda a una sua svalutazione.

Tale superamento riflette che lo Stato – e quindi la collettività – abbiano già pagato un costo, in termini di mancato gettito attuale e prospettico, per la crisi in cui è incorsa l'impresa e per il conseguente deterioramento del rapporto creditizio con la banca.

In questa prospettiva appare ragionevole prevedere una nuova contabilità che "sincronizzi" i bilanci della banca e dell'impresa al valore del credito svalutato. In altri termini, il valore nominale del rapporto creditizio nel bilancio tanto della banca quanto dell'impresa va aggiornato per riflettere il processo di svalutazione del Npl definito dalla banca.

Questa svalutazione (o *haircut*) del rapporto creditizio non è un condono, ma semplicemente riflette quanto lo Stato, e dunque il contribuente, hanno già pagato per sostenere il "sistema Italia"; in definitiva, l'idea è quella di evitare che i contribuenti paghino ancora attraverso i vari costi diretti e indiretti derivanti dalla distruzione del tessuto industriale e del rapporto sinergico con le banche. L'*haircut* del rapporto creditizio non è però sufficiente per consentire all'impresa di accedere nuovamente al credito né per sfuggire ai *vulture funds*. L'impresa, infatti, nonostante l'alleggerimento del fardello del debito resterebbe comunque segnalata nella Centrale dei Rischi di Bankitalia e la banca (per motivi di patrimonializzazione) avrebbe comunque utilità a vendere il credito ai *vulture funds*.

Relativamente alla riapertura dell'accesso al credito è necessario che la nuova contabilità trasformi la sofferenza in un credito *in bonis* nel bilancio della banca con conseguente cancellazione dell'informativa problematica nella Centrale dei Rischi di Bankitalia e dai sistemi interni di *scoring* creditizio delle banche. Inoltre, per rendere indifferente alle banche, ai fini della disciplina di vigilanza prudenziale, la cessione del credito deteriorato ai *vulture funds* rispetto alla proposta trasformazione del Npl in un credito *in bonis* lo Stato dovrebbe prestare una garanzia per proteggere le banche da ulteriori perdite. È infatti evidente che non tutte le imprese che beneficiano dell'*haircut* saranno in grado di onorare, per lo meno nel breve periodo, la parte residua del debito verso la banca (cfr. Figura 7).

Figura 7

SITUAZIONE PRE-CONDONO «SALVA-IMPRESA»



SITUAZIONE POST-CONDONO «SALVA-IMPRESA»



La scommessa del Salva-Imprese a livello di sistema è quindi che l'impresa, sgravata da un'elevata quota del proprio debito e senza lo stigma di "cattivo pagatore" delle procedure di controllo dei rischi del sistema bancario possa tornare a finanziarsi e a competere sul mercato. Lo Stato dovrebbe comunque tutelarsi in via preventiva da comportamenti opportunistici delle imprese considerando *eligible* per il programma di garanzie soltanto quelle imprese che hanno un *track-record* fiscale inappuntabile (sono cioè buone contribuenti); questo passaggio richiederebbe l'implementazione tecnica di un algoritmo *ad hoc* che possa incrociare correttamente i dati riferiti allo status creditizio con la situazione reddituale e fiscale delle imprese facenti richiesta²⁸. Si avrà sostanzialmente una

²⁸ In questa prospettiva, tramite un'opportuna calibrazione dell'algoritmo sarà possibile selezionare i crediti deteriorati in capo a imprese realmente meritevoli di supporto, tenendo ben presente le dinamiche che hanno caratterizzato l'erogazione di credito durante l'epoca del cosiddetto "capitalismo di relazione".

sorta di “controllo di qualità” del credito inizialmente basato su un’informativa *ex post*, ma funzionale a impostare per il futuro in una prospettiva squisitamente meritocratica il rapporto banca-impresa. Ovviamente sarebbe necessario un limite temporale definito, tale per cui possono essere ammesse al programma soltanto quelle sofferenze che si sono originate per effetto diretto della crisi economica. Questo delimiterebbe non solo l’ambito di intervento, ma eviterebbe anche situazioni di *moral hazard* nelle quali l’impresa potrebbe essere incentivata a non onorare i debiti, certa di un supporto successivo del Salva-Imprese. Per agevolare la compatibilità di questa proposta con la legislazione comunitaria, inoltre, il limitato costo della garanzia invece di essere sostenuto dallo Stato (direttamente o indirettamente attraverso appositi veicoli) potrebbe essere sostenuto dall’impresa. In definitiva all’impresa sarebbe richiesto di focalizzarsi sulla gestione caratteristica e di pagare un costo agevolato per la garanzia dello Stato, facendo ricorso al supporto finanziario delle banche²⁹.

Al fine di quantificare la dimensione del programma Salva-Imprese si deve evidentemente partire dal dato complessivo dei crediti deteriorati pari a circa 262 miliardi di euro; questa ipotesi scaturisce dalla circostanza che anche i crediti Utc determinano segnalazioni nella Centrale dei Rischi che rendono difficile l’accesso al credito per le imprese. Prudenzialmente, si considera in base ai criteri di *screening* descritti che solo il 30% sarà ammissibile al programma, e cioè circa 78 miliardi di euro. Dal punto di vista della valorizzazione in bilancio – e sempre in un’ottica prudenziale – si ritiene che le perdite su questi crediti ammissibili siano state coperte tramite accantonamenti per il 40%. Considerato un valore di recupero del 20% in caso di fallimento dell’impresa, l’impegno finanziario complessivo in termini di garanzie statali sarebbe pertanto pari a circa 25 miliardi, una cifra contenuta se comparata ai 150 miliardi di garanzie statali richiamate nel decreto “Salva-Banche”. Supponendo in maniera realistica tra il 20% ed il 40% il tasso di *default* delle imprese beneficiarie della garanzia sui debiti residui, il costo finanziario effettivo si collocherebbe in una forchetta tra i 4 e i 10 miliardi³⁰. Tali costi verrebbero *a medio termine* compensati dal ritrovato gettito fiscale delle imprese per le quali il provvedimento dispiegherà la sua efficacia. ■

²⁹ Vengono così escluse improbabili competizioni con i *vulture funds* nell’interazione con la banca al fine di trovare un accordo transattivo del proprio rapporto creditizio con l’intento di evitare la cessazione della loro attività produttiva. Simili trattative potrebbero infatti rivelarsi fuori dalla portata di quella vasta platea di imprese che ancora producono, ma sono appena al di sopra della linea di galleggiamento in termini di liquidità.

³⁰ Solo una valutazione estremamente prudenziale che assumesse il tasso di default all’80% implicherebbe un costo di 30 miliardi. Presumibilmente, usando parametri meno rigidi e che tengano conto del prevedibile superamento del *credit crunch* si può stimare che il costo si assesterebbe però su valori intorno ai 5 miliardi.

Riferimenti bibliografici

- Basel Committee on Banking Supervision (2015), “Revisions to the Standardised Approach for credit risk” – Second Consultative Document. Link: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d347.pdf>
- Bassanini F., Del Bufalo G., Masera R., Minenna M., Reviglio E., Zadra G., (2014), “Quantitative Easing, Structured Finance and Support to the Real Economy Proposals on Abs” – Astrid.
- Brunnermeier, M. et al. (2016), ESBies: Safety in the tranches, Working Paper Series No 21, European Systemic Risk Board.
- Constâncio V. (2013), The European Crisis and the role of the financial system, 23 maggio 2013, Discorso alla conferenza “The crisis in the euro area”.
- Crivellari D. (2017), “Giubileo bancario: aiutare i debitori in difficoltà senza svendere gli Npl” – Gli Stati Generali. Link: <http://www.glistatigenerali.com/banche/giubileo-bancario/>
- De Nes M. (2015), ‘The Esm and the Principle of Transparency’, Perspectives on Federalism, Vol. 7, Issue 3.
- Ecb (2014), Decision of the European Central Bank of 19 November 2014 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme – (Ecb/2014/45).
- Ecb (2017), “Guidance to banks on non -performing loans”. Link: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.en.pdf
- Ecb (2017), Addendum to the Ecb Guidance to banks on nonperforming loans: Prudential provisioning backstop for non-performing exposures, ottobre 2017.
- Ecb (2017), Introductory Statement by Mario Draghi, President of the Ecb, at the Econ committee of the European Parliament, Brussels, 20 November 2017.
- European Commission (2017), “Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union” – Link: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf
- European Commission (2017), “Roadmap for a more united, stronger and more democratic Union”, State of the Union Report.
- EP – European Parliament (2017), Budgetary capacity for the euro area, Resolution of 16 February 2017 (2015/2344[Ini]), Brussels.
- European Parliament (2016), “Non performing loans in the Banking Union: stocktaking and challenges” – Briefing Note.
Link: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/574400/IPOL_BRI\(2016\)574400_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/574400/IPOL_BRI(2016)574400_EN.pdf)
- European Parliament (2017), “Non performing loans in the Banking Union: state of play” – Briefing Note.
- European Parliament (2017), “Integration of the Esm into EU law”. Link: <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/file-integration-of-the-esm-into-eu-law>
- Esm (2014), Guideline on Financial Assistance for the Direct Recapitalisation of Institutions.
- Gianviti F., Krueger A.O., Pisani-Ferry J., Sapir A., Von Hagen J. (2010) “A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal”, *Bruegel Blueprint Series*, Volume VIII.

- Hellwig M. (2016), “‘Total Assets’ versus ‘Risk Weighted Assets’: does it matter for Mrel requirements?” – European Parliament in-depth study. Link: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602072/IPOL_BRI\(2017\)602072_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602072/IPOL_BRI(2017)602072_EN.pdf)
- Höing O. (2015), “Asymmetric Influence: National Parliaments in the European Stability Mechanism”, PhD thesis, 2015, University of Cologne.
- Jansen R., Esm General Counsel (2015), “The Esm, National Parliaments, and the European Parliament”, Interparliamentary Conference on Stability, Economic Coordination and Governance in the EU Luxembourg.
- Jones E., Kelemen D., Meunier S. (2016), “Failing forward? The euro crisis and the incomplete nature of European integration”, *Comparative Political Studies*, 49.7, 2016, p. 1010-1034.
- Lane P. R. (2012), “The European sovereign debt crisis”, *The Journal of Economic Perspectives*, 26.3, 2012, p. 60.
- Matthes J. (2017), “Risks and opportunities of establishing a European Monetary Fund based on the European Stability Mechanism” – Institut der deutschen Wirtschaft Köln policy paper 8/2017. Link: https://www.iwkoeln.de/.../IW-policy-paper_2017_8_EMF.pdf
- Matthes, J., Iara A., (2016), “Targeted reforms instead of more fiscal integration – What is the future for the Economic and Monetary Union (Emu) going to be like?”, Institut der deutschen Wirtschaft Köln Report, No. 21, Cologne.
- Merler S., Minenna M. (2016), “Hard Times for Italian Banks” – Bruegel. Link: <http://bruegel.org/2016/02/hard-times-for-italian-banks/>
- Minenna M. (2016), “The Better Way for Italy to Rescue Its Banks”, *Wall Street Journal*. Link: <http://www.wsj.com/articles/the-better-way-for-italy-to-rescue-its-banks-1469126702>.
- Minenna M. et al. (2016), *La Moneta Incompiuta*, Edizioni Ediesse, 2016.
- Minenna M. (2016), “Audizione c/o Commissione Finanze su d.l. 18/2016, Disegno di Legge di conversione del decreto-legge n. 18/2016, recante misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e di gestione collettiva del risparmio” – Camera dei Deputati. Link: <https://www.youtube.com/watch?v=-vbTp11tnY8&feature=youtu.be>
- Minenna M. (2017), “Why ESBies won’t solve the euro area’s problems”, *Financial Times Alphaville*. Link: <https://ftalphaville.ft.com/2017/04/25/2187829/guest-post-why-esbies-wont-solve-the-euro-areas-problems/>
- Minenna M. (2017), “How Italian banks are disadvantaged by new Mrel rules” – *Financial Times Alphaville*. Link: <https://ftalphaville.ft.com/2017/07/21/2191734/guest-post-how-italian-banks-are-disadvantaged-by-new-mrel-rules/>
- Minenna M. (2017), “Getting to Eurobonds by reforming the Esm” – *Financial Times Alphaville*. Link: <https://ftalphaville.ft.com/2017/11/21/2195979/guest-post-getting-to-eurobonds-by-reforming-the-esm/>
- Minenna M. (2017), “Curing the eurozone: how to fix the Esm” – *Risk magazine* (November 2017). Link: <https://www.risk.net/comment/5350836/curing-the-eurozone-how-to-fix-the-esm>

- Parlamento della Repubblica Italiana, Camera dei Deputati (2017) – Proposta di Legge N. 4608, “Disposizioni per favorire la definizione delle sofferenze bancarie a carico delle imprese”.
- Schaeuble W. (2017), “Non-paper for paving the way towards a Stability Union” – government policy “non-paper”. Link: <http://media2.corriere.it/corriere/pdf/2017/non-paper.pdf>
- Schneider K. (2013), “Yes, but One More Thing: Karlsruhe’s Ruling on the European Stability Mechanism”, German LJ 14: p. 54.
- Veron N. (2017), “Sovereign Concentration Charges: A New Regime for Banks’ Sovereign Exposures” – European Parliament Study. Link: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/602111/IPOL_STU\(2017\)602111_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/602111/IPOL_STU(2017)602111_EN.pdf)