



L'Europeo Errante

di Luca Galbello

EUROSVOLTA?

December 31, 2013

[Tweet](#)

Fiscal drama

Un sistema bancario che ha impegnato la gran parte delle sue risorse nell'acquisto di titoli di Stato e una finanza pubblica sempre più costretta a concentrarsi nella riduzione del debito, questa è la miscela esplosiva che rischia di strangolare sul nascere la ripresa in arrivo. Secondo Marcello Minenna, professore di matematica finanziaria all'università Bocconi di Milano, l'Italia dovrebbe riaprire immediatamente il dibattito in sede europea sui parametri del fiscal compact, un accordo farraginoso, dannoso e inapplicabile per il nostro paese. Luca Galbello lo ha intervistato.



D: L'anno che si apre per l'Europa è complesso perché le banche saranno sottoposte agli stress test, i test di capitalizzazione, dovranno dimostrare di avere un capitale solido. In Italia ci sono 15 istituti bancari tra i più grandi che saranno sottoposti a questi test e naturalmente attendiamo di capire se riusciranno a superare i test e allo stesso tempo tornare a investire nell'economia reale perché se uno deve capitalizzarsi per dimostrare alla BCE di avere le casse piene poi difficilmente può allo stesso tempo finanziare l'economia. Anche l'ipotesi di una nuova iniezione di liquidità da parte di Draghi, che viene data per molto probabile dagli osservatori, rischia di essere condizionata e rallentata proprio finché durerà la fase degli stress test. Draghi nell'ultima conferenza stampa dell'anno ha annunciato che sarà molto prudente per evitare di falsare o distorcere i test, o piuttosto di alimentare la diffidenza di un paese verso l'altro e verso la BCE. Insomma la ripresa rischia di essere stritolata sul nascere da una tenaglia cui è molto difficile

sfuggire, da una parte il nostro sistema bancario e dall'altra, la nostra finanza pubblica con i vincoli europei da rispettare. Lei come vede il prossimo anno?

R: Sicuramente un anno complesso, dal punto di vista del funzionamento del sistema bancario, come è evidente dai numeri. Il nostro sistema bancario è stato chiamato a farsi carico della gran parte del rifinanziamento del debito pubblico. È in corso da qualche anno un processo di nazionalizzazione del debito pubblico italiano cioè le banche sono state chiamate a rifinanziare lo Stato comprando titoli del debito pubblico. Basti pensare che la quota di debito in mani estere si è ridotta di 10-15 punti percentuale nel periodo peggiore della crisi.

D: L'Europa ha incoraggiato questo meccanismo ma adesso ci dice che siamo andati troppo oltre e le nostre banche devono liberarsi dall'eccessiva dipendenza dai titoli di debito pubblico, perché non è privo di rischi. Fra l'altro la riduzione dell'esposizione ai titoli di stato italiani è una delle più pressanti richieste europee per il Monte Paschi.

R: Il meccanismo di funzionamento dell'Eurosistema ha portato, a partire dai finanziamenti LTRO, cioè quei finanziamenti a medio e lungo termine fatti a tasso agevolato dalla BCE, ad incentivare i sistemi bancari nazionali ad effettuare un trading che genera un vantaggio in termini di guadagno da intermediazione, a prendere cioè in prestito liquidità a bassissimo costo dalla BCE per poi investirla senza rischi in titoli di Stato. io la chiamo intermediazione da spread...

D: Ma adesso che in qualche modo lo spread sembra ricondotto all'interno di una forchetta non superiore ai 200-250 punti base, che il rendimento è di poco superiore ai 400 punti, possiamo dire che siamo fuori pericolo, oppure la finanza pubblica dovrà ancora affrontare fasi restrittive il prossimo anno e soprattutto gli anni successivi perché entra in vigore il famoso Fiscal Compact, l'accordo di riduzione progressiva del deficit, del debito pubblico. Quando entra in vigore innanzitutto?

R: Il fiscal compact entra in vigore formalmente nel 2015, opererà sul triennio 2015-2017. Il Fiscal Compact però, a parte le date formali, produce effetti pesanti sulla finanza pubblica italiana già da tempo. Dobbiamo esaminare le caratteristiche di questo trattato stipulato a marzo del 2012, che in realtà è andato a definire puntualmente alcuni accordi che erano stati presi a ottobre 2011 dal governo Berlusconi e dal ministro dell'economia Tremonti. Il fiscal compact ha 2 regole fondamentali che si sviluppano sull'arco di un triennio, che sono: una regola del deficit ed una regola del debito; sono 2 regole che vanno ad insistere sui famosi parametri di Maastricht: il rapporto deficit-pil non deve superare il 3 %, il rapporto debito pubblico pil non deve superare il 60%...

D: quindi lei dice sono piani triennali, entrano in vigore nel 2015, questo significa che già oggi nei nostri calcoli noi dobbiamo tenere presente questa asticella così difficile da saltare...

R: Assolutamente sì, non solo il fiscal compact ci condiziona oggi, per fare un esempio sulla regola del deficit, tralasciando alcuni elementi di algebra connesso al funzionamento di questa regola, l'obiettivo di medio termine che è stabilito dalla regola del deficit del fiscal compact e che serve per qualificare quanto può al massimo essere il nostro deficit aggiustato per il ciclo economico, il cosiddetto deficit strutturale, è stato un elemento tenuto in considerazione nella stesura della legge Fornero

D: cioè quindi, la legge Fornero nel 2012, è stata fatta già tenendo presente i vincoli che l'Italia avrebbe dovuto osservare negli anni successivi...

R: assolutamente sì perché nel triennio che si andava ad aprire 2012-2015, noi avevamo bisogno di definire un obiettivo di medio termine uguale allo 0%. Per raggiungere questo obiettivo di medio termine, tenuto conto che intanto il rapporto debito pubblico-pil era passato dal 110 al 120 % si è dovuto intervenire sulla spesa pensionistica che aveva un picco del 16% circa del pil nel 2040 per poi assestarsi nei decenni successivi e quindi la legge Fornero, poiché il rapporto debito pubblico-pil che era uno dei parametri che partecipava alla regola del deficit, era praticamente cresciuto di 10 punti, ha dovuto normalizzare la spesa pensionistica su quei decenni

critici in maniera tale che proprio in base alle regole previste dall'algoritmo della regola del deficit si potesse avere un obiettivo di medio termine per il triennio successivo pari allo 0%.

D: Ma almeno il meccanismo funziona? Mi spiego. Sia il governo italiano che la commissione europea hanno dovuto certificare che il debito pubblico italiano è cresciuto in questi anni di austerità e di manovre e tuttavia i nostri conti pubblici sono su un percorso di stabile riduzione.

R: I numeri purtroppo non confermano questo andamento. Andando al sodo, noi abbiamo una regola del debito che prevede che ogni anno si debba ridurre di 1/20 il rapporto debito-pil. Si tratta di regole estremamente complesse ed un po' cervelotiche che prevedono 3 piani di rientro differenti, la cosa interessante è che se noi andiamo a vedere come questa regola viene applicata nei piani del documento di economia e finanze del ministero sulle proiezioni di debito e di Pil, ci accorgiamo che richiede nel 2017 un avanzo primario di 100 miliardi. Richiede dal 2016 al 2017 una riduzione del rapporto debito-pil di 5 punti percentuali. Sono riduzioni che noi abbiamo vissuto solo nel periodo di iperinflazione della fine anni '70 inizio anni '80, parliamo di cifre aggressive al punto che è legittimo chiedersi: una strategia di questo tipo fatta di interventi così pesanti a livello nazionale, è in grado veramente di far ripartire la convergenza di cicli economici dei vari Paesi dell'Eurosistema oppure tenderà a farli divergere sempre di più?

D: Che cosa è successo nei fatti? I numeri del debito... l'eurozona nel suo complesso, ce lo dicono l'eurostat, la bce, ha visto peggiorare il rapporto, debito-pil...

R: Salvo per la Germania... che quest'anno è scesa dall'82 al 79%, mentre noi siamo passati dal 120 al 130...

D: però non si può negare che la cancelliera Merkel solleva un problema che noi italiani per troppo tempo abbiamo colpevolmente ignorato, il debito è un problema che va gestito...

R: questo è vero però quando noi abbiamo fissato i parametri di Maastricht, il rapporto 60% debito-pil era una sorta di media ponderata dei vari debiti pubblici rispetto al pil dei paesi dell'eurozona. Ora nel momento in cui si va a scrivere il fiscal compact nella fine 2011 inizio 2012, e poi addirittura noi lo recepiamo con una legge costituzionale di pareggio di bilancio, la media ponderata dei rapporti debito pubblico-pil dei paesi dell'eurozona non è più il 60% è ben oltre l'80%, quindi dato che il fiscal compact viene ratificato in Europa attraverso un trattato a latere rispetto ai trattati dell'unione europea, questo ci tengo ad evidenziarlo, cioè non è un trattato che è stato preso con la regola dell'unanimità come Maastricht, è un trattato che è stato preso a latere...

D: Per il fiscal compact si è scelta la via del trattato intergovernativo, non quella di una riscrittura dei trattati europei

R: sì, con una procedura più snella, proprio perché la regola dell'unanimità è estremamente vincolante. Allora probabilmente bisognava fare mente locale su questa regola del fiscal compact e andarsi a interrogare se essendo cambiati strutturalmente i rapporti tra i debiti sovrani e il pil erano ancora validi quei parametri.

D: Se posso riassumere... alla fin fine noi ci troveremo magari nel 2017 nel 2018, tutti i paesi dell'eurozona, a dirci che il fiscal compact non si può implementare perché è impossibile, dovremmo trovare altri strumenti e altre strade. Il che magari accadrà, non lo sappiamo, certo è che intanto gran parte della politica economica del nostro governo, della finanza pubblica in Italia che a noi sembra così impossibile da modificare, è condizionato da qualcosa che rischiamo tra 3 anni di scoprire essere inapplicabile, questo il paradosso che lei mi sta evidenziando?

R: Questo paradosso dal punto di vista dei numeri purtroppo è presente. Ecco perché forse bisogna meditare a qualche soluzione magari con qualche trattato preso con le stesse modalità del fiscal compact che sia in grado di europeizzare i problemi di gestione dei debiti pubblici nazionali e riavviare il processo di convergenza dell'euro verso una valuta solida che abbia un unico tasso di interesse per tutti i paesi dell'euro sistema perché vede lei prima mi diceva 2 punti e mezzo, 2 punti è uno spread sotto controllo, sì e no, se lei questi 2 punti li cumula per 5

anni consecutivi di fila sul costo di finanziamento di un'impresa nazionale rispetto ad altre imprese che non hanno 2 punti di spread si accorge che è un gap di competitività difficile da colmare in termini di costo di finanziamento della produzione.