

## Dossier

# Così l'euro può sparire

*La moneta unica vivrà solo se i rischi saranno condivisi fra i vari Stati. Altrimenti lo spread e le difficoltà delle banche la manderanno in frantumi*



**Basildon, nell'Essex. Sotto: Marcello Minenna, autore del saggio "La moneta Incompiuta"**

colloquio con **Marcello Minenna** di **Luca Piana**

## Gli egoismi

**L NOME DI MARCELLO MINENNA**, in questi giorni, è circolato come prima scelta di Virginia Raggi per fare l'assessore al bilancio nella nuova giunta a Cinque Stelle di Roma. Lui, però, si è tirato indietro: «Intendo restare un uomo delle istituzioni», ha detto il dirigente della Consob, che in questi anni è stato chiamato a insegnare Finanza quantitativa a Milano, all'Università Bocconi, e a Londra, alla London School of Economics. Nel 2013 ha pubblicato un libro sui difetti dell'euro, "La moneta incompiuta", che ora in una versione estesa e aggiornata la casa editrice Wiley ha tradotto in inglese. A dispetto del fatto che il Consiglio europeo, tenutosi questa settimana a Bruxelles dopo il voto inglese pro-Brexit, non ha avviato una riflessione su come riformare le regole della moneta unica, Minenna sostiene che l'euro «o evolve o sparisce». E che l'unica evoluzione possibile consiste in una maggiore condivisione dei rischi fra i Paesi membri.

**Professore, perché i pesanti effetti della Brexit sui mercati?**

«In una situazione di incertezza quasi completa, il mercato

ha scommesso in una direzione e ha clamorosamente sbagliato. Con una metafora calcistica, di fronte a un rigore il portiere - ovvero il mercato - si è buttato da un lato ed è finito spiazzato. Lo spettacolare botto delle Borse ha evidenziato gli effetti negativi di questa scommessa; se la sbagli, perdi».

**L'insofferenza nei confronti dell'Europa è forte anche in Paesi come Francia e Italia. Dipende da come l'euro è stato costruito?**

«Economisti, politici e anche una parte dell'euroburocrazia pensano di sì. Fino a qualche anno fa, questa risposta non era affatto scontata e chi evidenziava i difetti strutturali della moneta unica doveva sottostare al fuoco di una compatta propaganda "pro-euro". La realtà è che la strategia di spingere l'integrazione europea partendo dalla moneta è stata una pessima idea. Meno costosa a livello di consenso politico nel breve termine, ma con effetti disastrosi che si continueranno a riverberare sull'economia per decenni».



**Perché?**

«La diagnosi della letteratura economica è univocamente chiara: un'area valutaria priva della necessaria leva fiscale rappresentata da un bilancio unico e da un debito condiviso non può funzionare. L'illusione di poter operare per un periodo di tempo indeterminato con una moneta europea "zoppa" è stata un'illusione politica, che si è scontrata con la crisi del 2007-2008».

**Che poi, nel 2011, ha colpito il debito pubblico dei Paesi più deboli. Ne paghiamo gli effetti ancora oggi?**

«L'innalzamento improvviso dello spread ha fatto schizzare verso l'alto non solo il costo di rifinanziamento del debito pubblico ma anche di quello privato: è aumentata la spesa per interessi che le imprese dovevano sostenere per ottenere il credito necessario a far funzionare il sistema manifatturiero. Lo spread sui titoli di Stato è rientrato a livelli più o meno tollerabili in un anno circa. I costi per le imprese invece, sono rimasti bloccati su livelli assai elevati per lungo tempo. Solamente negli ultimi 8-10 mesi, l'effetto concomitante del quantitative easing lanciato dalla Bce e dei finanziamenti chiamati Tltro li ha riportati su livelli meno insostenibili».

**La crisi dello spread ha accresciuto anche le difficoltà delle banche, per il boom dei crediti incagliati?**

«Sì, il tessuto economico è stato danneggiato in maniera persistente, mettendo in difficoltà le imprese o portandole al fallimento; questo implica ovviamente una crescita dei crediti incagliati. Poi, anche a causa delle stringenti regole di Basilea sulla stabilità dei sistemi bancari dell'Eurozona, le banche hanno avuto grandi difficoltà a ripristinare l'erogazione del credito».

**La Germania ne ha beneficiato?**

«Innanzitutto la crisi è stata un toccasana per le finanze pubbliche tedesche. Mentre i debiti pubblici di quasi tutta l'Europa sono esplosi nel periodo 2011-2015, quello tedesco è stato l'unico a ridursi in modo significativo, oltre 6 punti percentuali di Pil. La ragione è lo status di porto sicuro che i titoli di Stato tedeschi, i Bund, hanno assunto. Più forte è la domanda di titoli governativi, più il rendimento si abbassa e meno la Germania paga in interessi. I tassi negativi si sono diffusi in Europa nel 2015 ma il Tesoro tedesco riesce a spuntare tassi negativi fin dal 2012».

**E le industrie?**

«Anche i costi di finanziamento per la manifattura sono rimasti persistentemente bassi: questo è stato uno dei fattori che hanno consentito alla Germania di ri-orientare la propria macchina produttiva verso i Paesi extra-Ue. Esaurita la spinta propulsiva delle esportazioni verso Spagna, Italia e Grecia, sono esplose quelle verso gli Usa e la Cina».

**La Bce è intervenuta tardi?**

«La risposta delle istituzioni europee è stata quella di scegliere sempre la soluzione meno costosa dal punto di vista >



**Mario Draghi e Angela Merkel in un graffito del 2013, a Francoforte**

politico e finanziario nel breve termine. Non dimentichiamoci che, dopo gli interventi di acquisto titoli del 2011, i mille miliardi di Ltro e il varo dello scudo anti-spread del 2012, nel 2013 in piena recessione la Bce - pilotata dalla Bundesbank - si è imbarcata in un assurdo processo di contrazione monetaria, esacerbando le spinte deflazionistiche e il credit crunch».

**Può spiegare meglio?**

«Le banche si sono messe a restituire subito i prestiti ricevuti, perché la Bce le incentivava a farlo. Inoltre è stato inasprito il quadro normativo, con la richiesta pressante di ricapitalizzazione per le banche più in difficoltà per via dei crediti deteriorati. Ovviamente questo ha portato al tracollo dei prestiti all'economia reale. La tremenda recessione del 2012-2014 ha come mandante lo spread, come esecutore i governi dei Paesi periferici e come colpevole di favoreggiamento la Bce a trazione tedesca. Soltanto nel 2014 la Bce si è accorta che le politiche deflazionistiche stavano ottenendo il risultato prevedibile, cioè una forte deflazione. Lì il quadro è mutato, sono stati varati in tutta fretta il Tltro e il quantitative easing. Ma il genio maligno della deflazione era fuori dalla lampada».

**Ora l'azione della Bce può restaurare un clima di fiducia?**

«Ha un effetto "euforizzante" sui mercati, ma solo a breve termine. Liquidità aggiuntiva o meno, i problemi dell'Eurozona restano inalterati e pronti a riesplodere al minimo shock esogeno. Credo che ci siano ancora ampi margini per la Bce, la politica monetaria non è ancora giunta ai suoi limiti strutturali come la vulgata tedesca vorrebbe sostenere, ma siamo arrivati al momento in cui bisogna fare passi decisi verso una condivisione dei rischi tra i Paesi dell'Eurozona».

**Eppure la Germania vorrebbe che le banche italiane si liberassero di molti Btp. È una richiesta sensata?**

«È una richiesta in linea con le disposizioni del Comitato di Basilea, l'associazione delle banche centrali, che punta a armonizzare le norme. Tuttavia, al di là del movente politico e della condivisibilità in linea di principio, la richiesta non sta né in cielo né in terra in termini di realpolitik: tutti i sistemi bancari dei Paesi periferici sono sovra-esposti nei confronti del proprio

debito nazionale. È stata la stessa Bce a favorire l'acquisto massiccio di titoli di Stato attraverso i prestiti Ltro, perché questo dava più margini di manovra ai governi. Oggi però il sistema bancario non è abbastanza in salute per sostenere un ribilanciamento massiccio dei portafogli degli istituti. Una manovra del genere danneggerebbe ulteriormente la profittabilità delle banche e bloccherebbe quel poco di ripresa dei prestiti all'economia reale che si è visto ultimamente».

**Eppure Danièle Nouy, numero uno della vigilanza sul settore bancario della Bce, si è espressa in favore.**

«Una parte della Bce, più vicina ai falchi della Bundesbank sicuramente la pensa così. Ma la Bce non è un blocco granitico ed ora come non mai il suo orientamento non è univoco. Di certo, l'aria non è adesso favorevole all'ala ultra-oltranzista. Solo pochi giorni fa, il ministro Pier Carlo Padoa-Schioppa ha respinto l'offensiva tedesca sulle modalità di contabilizzazione dei titoli di Stato nei bilanci bancari. Così si aspetteranno le decisioni che i ministri finanziari prenderanno non prima del

2018. È un segnale chiaro, come un segnale incontrovertibile è la decisione della Corte costituzionale tedesca di sdoganare lo scudo anti-spread della Bce».

**Il veto di Angela Merkel al meccanismo comune per assicurare i depositi nelle banche dell'euro sarà superato?**

«Le elezioni tedesche del 2017 si avvicinano minacciosamente. Sarà difficile distinguere nelle dichiarazioni il linguaggio di propaganda dai messaggi significativi. Di sicuro, sull'assicurazione dei depositi a livello europeo ci sarà battaglia e la Merkel dovrà arretrare per forza. Allo stato attuale, senza meccanismo unico di assicurazione dei depositi e la garanzia comune per il Fondo unico di risoluzione, l'unione bancaria non esiste. E questo ci espone a rischi piuttosto gravi».

**L'euro è in un vicolo cieco? Quali sono le soluzioni per uscirne?**

«Sì, nella forma attuale, l'euro è in un vicolo cieco, con o senza Brexit. L'unica strada che si può intraprendere per salvarlo è una piena condivisione dei rischi tra gli Stati membri. Rischi bancari certamente, ma anche di altro tipo; l'unione monetaria non può funzionare senza un sistema di trasferimenti fiscali dai Paesi più forti a quelli più deboli e una politica del debito comune che abbia come obiettivo l'azzeramento dello spread e un'inflazione uguale in tutti i Paesi. Si tratta di un processo complesso e pericoloso, in cui i costi politici di breve termine potrebbero superare i benefici prospettici. E questo può incentivare le spinte centrifughe».

**L'euro diventerà mai una moneta compiuta?**

«Si può dire con certezza che o l'euro evolve o sparisce. Il tempo per mantenere l'assurdo status quo di un'unione monetaria incompleta a trazione tedesca attraverso i puntellamenti della Bce si è quasi esaurito. Ma il completamento della moneta unica non è un risultato scontato: come in una difficile operazione, c'è il rischio che il paziente muoia sotto i ferri». ■