

## L'analisi

# Quanto costa uscire dalla moneta unica

Servono nuove regole per permettere all'euro di funzionare correttamente

di MARCELLO MINENNA

C'è una sorta di contraddizione tra il *sentiment* dei mercati e i fondamentali economici per quanto riguarda l'Italia. Oggi, il Cds (*credit default swap*) in dollari sul nostro rischio sovrano quota poco sopra il corrispondente contratto in euro, indicando che i mercati percepiscono un basso rischio di ridenominazione sul debito pubblico.

Coerentemente, la probabilità implicita di un Italexit da qui a 5 anni è il 2,5%, ben sotto l'8,4% toccato a fine 2011, in piena crisi del debito sovrano. Eppure, a inizio 2017, le cose non vanno meglio: il peso del debito pubblico è salito, il Pil reale è sceso, l'inflazione è collassata, la disoccupazione è al 12% e il sistema bancario barcolla schiacciato da 300 miliardi di crediti deteriorati. Nelle ultime settimane anche lo *spread* ha ripreso a lievitare.

Uno sguardo a quanto successo negli ultimi anni rivela che la contraddizione è solo apparente: i mercati danno una bassa probabilità allo scenario di exit non perché l'Italia sia «guarita» ma piuttosto perché sta rimanendo intrappolata in un'Unione monetaria soffocante! Dall'inizio della crisi, infatti, l'euro-burocrazia ha adottato una serie di regole che – som-

mate alle storture congenite dell'Eurozona – rendono sempre più proibitiva ogni velleità secessionista e obbediscono alla stessa logica: evitare la condivisione dei rischi (*risk-sharing*).

La lista comincia con il Smp: mentre aiutava i Paesi periferici a risollevarsi, questo programma di acquisti ha trasferito 10 miliardi di euro alla Bce (di cui la quota maggiore alla Bundesbank) sotto forma di cedole pagate sui titoli coinvolti nel programma.

Poi ci sono stati i mille miliardi di prestiti a lungo termine (Ltro) erogati dalla Bce alle banche dei Paesi periferici che hanno usato questa liquidità per saldare i debiti con le banche tedesche e comprare titoli emessi dai loro rispettivi governi. L'epilogo è stato che le banche tedesche hanno ridotto la loro esposizione verso la periferia per oltre 700 miliardi.

Poco dopo è arrivato il Fiscal Compact che inibisce la spesa pubblica, compresa quella per gli investimenti. Nell'autunno 2012, l'accordo sull'Esm ha imposto clausole di azione collettiva (Cac) sulle nuove emissioni di titoli di Stato; perciò, una minoranza degli obbligazionisti può bloccare la ridenominazione del debito in valuta nazionale. E, per coprirsi dal rischio del

debito privato, a gennaio 2016 è entrato in vigore il *bail-in* che riversa sui risparmiatori domestici le perdite delle banche dovute a una prolungata congiuntura avversa. Il Quantitative Easing risponde alla stessa logica: le banche centrali nazionali comprano i titoli emessi dai rispettivi governi prendendo a prestito i fondi necessari dalla Bce. Quindi, se uno stato non paga, a farne le spese è la sua banca centrale, mentre – come in un derivato di credito – la Bce non subirà alcuna perdita. Draghi lo ha ribadito pochi giorni fa precisando che se un Paese lasciasse l'Eurosistema, dovrebbe prima regolare integralmente il proprio saldo Target2.

Curiosamente l'Italia ha il peggior saldo Target2 di tutta l'area euro: un conto da 358 miliardi di euro! Lo scacco c'è ma non è matto; serve un'inversione di rotta e il 2017 sarà un anno decisivo. L'Europa dovrà vedersela con la *Trumpnomics*, con importanti appuntamenti elettorali in diversi Stati membri, la fine del Qe e la scadenza per la ratifica del Fiscal Compact.

In questo quadro negoziale si devono pretendere nuove regole e sul tavolo della trattativa con l'Euroburocrazia non si deve disdegnare di presentare la circostanza che, uscendo dal-

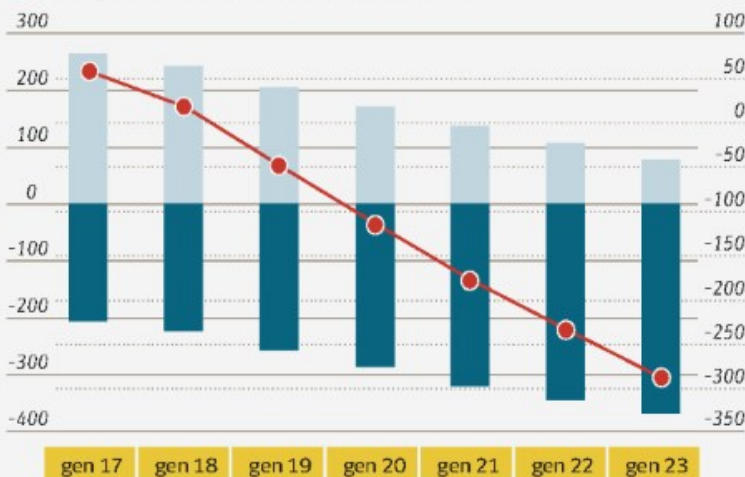
l'Eurozona e ridenominando il debito pubblico in lire, l'Italia – con un'adeguata strategia che revochi il divorzio Bankitalia-Tesoro del 1981 – avrebbe ancora un vantaggio quantificabile in quasi 60 miliardi di euro (come ho illustrato in un recente lavoro fatto con Antonio Guglielmi ipotizzando una svalutazione, minima, del 30%).

Già nel 2018 questo vantaggio sarebbe molto meno perché anno dopo anno il debito ridenominabile si riduce. Ovviamente una valida alternativa all'uscita non potrà tollerare ulteriori ritardi sulle due questioni più calde: debito e crescita. E la condivisione dei rischi è l'unica soluzione a entrambe: i titoli di Stato comprati dalla Banca d'Italia nel *Quantitative Easing* dovrebbero essere consolidati in modo definitivo nell'attivo della Bce e il Fiscal Compact dovrebbe essere emendato dalle sue componenti pro-cicliche, a partire dallo scoppio della spesa per investimenti, il cui crollo è la causa della perdita di quasi un quarto della nostra produzione industriale. Il tempo per una trattativa vincente è quasi finito; il rischio dell'immobilismo: restare intrappolati in un'Eurozona a trazione tedesca destinata a disintegrarsi molto presto.

## Lo stress test del Belpaese

Dati in miliardi di euro

- Perdita sulla parte di debito non ridenominabile (scala di sinistra)
- Guadagno sulla parte di debito ridenominabile (scala di sinistra)
- Guadagno/Perdita netto da uscita (scala di destra)



Stime nell'ipotesi di Italexit e revoca del divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia centimetri

