



Accademia Politica

Your opinion matters

Intervista a Marcello Minenna

14 maggio 2017

La Brexit l'anno scorso e le diverse elezioni in importanti paesi che l'Europa affronterà nel 2017 e nel 2018 ruotano attorno alle critiche della struttura dell'Unione e in particolare dell'Euro.

Ma come stanno le cose? Quali sono gli effettivi problemi e distorsioni causati dalla moneta unica e, soprattutto, come si risolvono?

Marcello Minenna, professore di Quantitative Finance presso l'**Università Bocconi** e Responsabile dell'Ufficio Analisi Quantitative e Innovazione Finanziaria della **CONSOB**, ha scritto un libro nel 2013 intitolato "**La Moneta Incompiuta**" criticando l'Unione Monetaria e proponendo soluzioni pratiche.

Proveremo perciò a rispondere a questi interrogativi con il suo aiuto e con il supporto di un'analisi tecnica, che spesso viene tralasciata nel dibattito politico nostrano (e non solo).



Nel suo libro lei scrive che l'euro è una moneta incompiuta, cosa vuol dire?

*Vuol dire che **mancano** dei tasselli fondamentali per farla funzionare come area valutaria. Molte aree valutarie non sono ottimali, come si poteva dire in Italia per la lira in quanto la differenza di velocità tra il Nord ed il Sud del paese nonostante un'unica valuta, presentava delle criticità. Tuttavia il Governo era presente, con trasferimenti di ricchezza e investimenti nel Mezzogiorno.*

*È importante comprendere che quando vi è un'area valutaria con regioni a velocità differenti, l'area più forte si comporta come un **magnete**. Quando più è finanziarizzata l'economia, tanto più questo aspetto assume importanza come acceleratore dell'economia reale.*

*Noi oggi abbiamo un'unica area valutaria, l'euro, ma non abbiamo uno **stesso prezzo** per tale merce. Questo è un grave errore, un errore architettonico. Il rischio di credito degli Stati membri è diverso, ma tanto esiste se e solo se nell'eurozona non vi è **condivisione di rischi**; se, però, le cose stanno così l'euro allora è un sistema di cambi fissi e quindi lo spread quello che c'è tra la Francia, la Germania e l'Italia rappresenta una sorta di tasso di cambio ombra. L'esperienza di [Bretton Woods](#) ci insegna, però, che un sistema di cambi fissi non è destinato a durare a lungo. Insomma, è evidente che bisogna intervenire per mettere qualche toppa alla nostra architettura economico-finanziaria.*

Quando lei parla, nel suo libro, di euro-lira, euro-franco, si riferisce solo allo spread o anche ad altri differenziali?

*Il primo elemento di differenziazione è comparso nei primi 7-8 anni di vita dell'euro ed era l'**inflazione**. Ricordiamo che la BCE ha un obiettivo abbastanza originale, in quanto sostanzialmente esclusivo: la stabilità dei prezzi, cioè l'inflazione al 2%. Peraltro, non è definito univocamente se questo 2% dovrebbe essere la media dell'Eurozona o dei singoli Stati membri. Il risultato è che nell'Eurozona si osservano differenziali di inflazione tra gli Stati membri che però, come noto, generano ed alterano la **competitività** delle loro industrie; viene, infatti, alterato il costo finanziario della produzione industriale. Con lo **spread** questo fenomeno ovviamente si aggrava.*

Dal 2000 al 2016, produrre uno stesso oggetto e venderlo negli USA costa in Italia il 20% in più che in Germania, a causa dell'effetto cumulato di questi due differenziali.

*Come sappiamo infatti, sono due i fattori di produzione: il **capitale** ed il **lavoro**. Se il capitale, tramite oneri finanziari, esprime un differenziale così importante, l'unica soluzione per sopperire in un'Eurozona a regole così rigide occorre svalutare il costo del lavoro con politiche fiscali nazionali. Francamente così non si va lontano.*

Quali soluzioni suggerisce?

*A **trattati invariati** vi sono diverse soluzioni. E questo perché nei trattati, tra le righe, c'è la condivisione dei rischi: "sviluppo armonico", "convergenza dei cicli economici"; è evidente che i padri fondatori avevano in mente un'Europa con rischi condivisi. Non a caso nei 3-4 anni prima dell'euro, i grandi operatori sul mercato facevano operazioni di arbitraggio tra BTP e altri Govies e i Bund, certi di far convergere i tassi di interesse verso un'unica struttura a termine; insomma un'area valutaria, un'unica curva dei tassi come studiate in Università. Però i segnali dati dall'**euroburocrazia**, a partire dal 2008 con la crisi, sono stati segnali dove ogni paese è stato lasciato a se stesso: prima con i debiti bancari, poi con quelli pubblici. Ora se lei fosse un grande investitore, davanti a questi segnali scommetterebbe verso la convergenza della struttura a termine dei tassi o sulla disgregazione dell'euro? Poi se nella confusione generale vogliamo dire che gli investitori istituzionali fanno attacchi speculativi si può, ma in realtà questi operatori dei mercati inseguono il profitto in base a scenari che includono ovviamente le decisioni politiche e il loro prevedibile impatto su economia e finanza.*

*Insomma il **ciclo politico**, ancora una volta sottolineo, come si studia in Università, influisce su quello economico e in Europa siamo maestri su queste interferenze; ad esempio ogni 4 mesi si vota in qualche paese membro; questo crea una forte interferenza con l'**evoluzione armonica** della nostra area valutaria.*

L'effetto Le Pen sugli spread, compreso quello italiano, ne è un esempio chiaro; poi, per carità, in Italia i problemi non vengono dalle elezioni francesi; abbiamo visto rialzarsi lo spread per questioni nazionali: infatti la nostra industria non cresce, anzi mostra tassi negativi mentre l'eurozona mediamente cresce, nonostante il nostro dato.

Come si fa a risolvere questi problemi? *Guardi classe dirigente a parte, che è un problema atavico, in Italia è necessario comunque mettere mano all'architettura dell'euro, facendo leva sui principi generali dei trattati:*

- **No spread:** dichiarazione della BCE circa un utilizzo originale dello scudo anti-spread con una sua attivazione con obiettivo 0 spread a 12 mesi. Le Banche non si opporranno mai ad una decisione forte della banca centrale, sarebbe come andare al casinò e cercare di vincere con la strategia del raddoppio della puntata; difficile le pare?
- Chiudere il **Quantitative Easing (QE)** con una soluzione risk-shared. Guardi il QE è un provvedimento privo della condivisione dei rischi; la BCE dà soldi alle banche centrali nazionali per acquistare i titoli del proprio Stato di residenza. Ciò però segrega i rischi-paese nei Paesi medesimi. Questa, purtroppo, è l'antitesi di un'area valutaria che condivide i rischi. Si può tentare di mettere una toppa a questo errore genetico, chiudendo il QE, non vendendo i titoli sul mercato, ma facendo tornare i titoli alla BCE stessa che così estinguerebbe questi prestiti, riportando ordine all'interno dell'eurozona. Il saldo Target2, per dire, ovvero il saldo che regola i pagamenti tra le banche, oggi è fuori controllo proprio per questa architettura del QE. Mentre dovrebbe essere nullo, la Germania ha un credito positivo che supera i 700 miliardi verso Italia e Spagna. Quello americano andò fuori controllo con la crisi del 2008 di Lehman Brothers; da noi è da anni in tilt; non possiamo andare avanti così, valutando normale ciò che normale non è. Se il QE si chiudesse così, il saldo Target2 in grande misura rientrerebbe, confermando il problema strutturale del QE stesso che alla fine ha sì ridotto i tassi e ridimensionato lo spread, ma relativamente a quest'ultimo, a ben vedere, la riduzione è da ricondursi fondamentalmente all'azzeramento dell'inflazione. Se si analizzano i tassi nominali, reali e lo spread, ci si accorge infatti che per l'Italia il 2016 non è stato poi così meglio del 2011, il nostro annus horribilis.
- **Fiscal Compact:** è inammissibile che gran parte degli investimenti vengano considerati improduttivi. È la violazione di una regola aurea: gli investimenti che si ripagano da sé devono uscire dai vincoli di bilancio. La cosa più esilarante, si fa per dire, è che se si legge l'articolato del Fiscal Compact si dice chiaramente che è un provvedimento anti-ciclico, mentre l'allegato, quello che contiene l'algebra di questo accordo tra gli Stati membri, si scopre che è pro-ciclico. Insomma chi ha scritto l'allegato, forse, doveva mettersi d'accordo con chi aveva scritto le norme. In Bocconi avete laureati in giurisprudenza ed in economia: diciamo che il giurista, da buon interprete delle norme, ha compreso lo spirito dei trattati e li ha traslati correttamente in norme, mentre l'economista che si è lasciato convincere all'austerità senza se e senza ma, ha pensato bene, che scrivere ad hoc le formuline, gli consentisse di superare a destra il giurista. Con buona pace del giurista ha vinto però l'economista e, quindi, il fiscal compact è pro-ciclico, nonostante quanto scritto nell'articolato.
- Poi servono interventi per affrontare il **Credit Crunch** e il tema dei **crediti deteriorati**. Questi ultimi ammontano a circa mille miliardi nell'Eurozona e 300 miliardi solo in Italia, un numero importante, considerata la dimensione del nostro sistema bancario. Su questo tema possono essere ipotizzate anche soluzioni nazionali: ad esempio, perché se un credito è stato svalutato dalla Banca non si allinea la contabilità dell'impresa debitrice a questo nuovo valore? In fondo la collettività ha già pagato: 1) quando l'impresa va in crisi, con un mancato gettito, 2) quando la banca svaluta, di fatto matura un credito di imposta. Insomma quel deterioramento del credito e del rapporto banca-impresa, **la**

collettività lo ha già pagato in termini di mancato gettito.

Non è un caso che questa crisi non sia stata contrastata da manovre espansive e che ancora tiriamo la cinghia. Perché? Oltre 100 miliardi di gettito sono venuti a mancare, solo per la questione dei crediti deteriorati.

Implementiamo quindi quello che io ho chiamato “**il salva imprese**” cioè, si svaluti il credito nel bilancio bancario e ceteris paribus anche quello dell'impresa. Soprattutto se si considera che la metà dei valori di questi crediti deteriorati sono **interessi** fino al 2014 peraltro anche anatocistici. Quindi si tratta di eliminare gli interessi maturati durante la crisi e svalutare di poco il valore nominale, sincronizzando i bilanci di banca ed impresa. Inoltre su questi crediti, si applicherebbe una garanzia di Stato a costi di mercato: in tal modo dalla Centrale dei Rischi l'impresa registrata come “cattivo pagatore”, scomparirebbe, il credito deteriorato diventerebbe una sorta di **BTP sintetico** e magari cartolarizzato e venduto agli investitori retail, riaprendo così il credito all'impresa.

Questo provvedimento potrebbe portare ottimi risultati. Basti pensare che negli ultimi anni **45.000 imprese sono fallite**. Molte di queste con un po' di credito non sarebbero fallite o sarebbero fuori dalle procedure concorsuali. Insomma, si tratta di una questione che potrebbe rimettere in moto il rapporto banca-impresa, che in uno sistema banco-centrico, è lo snodo. Nel secondo dopoguerra è stata d'altronde la fortuna del nostro Paese portare l'Italia e la sua industria manifatturiera ad avere un ruolo centrale in Europa.

Ci sarebbero anche altre piccole cose per riattivare la nostra economia, ma, mi creda, questo è il minimo sindacale.

Per fare tutto ciò ci vuole una volontà politica. Quali sono gli interessi europei in Europa?

Non c'è dubbio che ci vuole la volontà politica, la **classe dirigente tedesca** ha ben chiaro, sia l'effetto magnete sia l'anomalia dello spread. Ciò di cui parliamo si studia al primo anno di economia. La curva [IS-LM](#) non ha mica 19 tassi di interesse come è oggi per l'Eurozona. Stesso discorso per il moltiplicatore degli investimenti; che gli investimenti produttivi debbano stare fuori da vincoli di bilancio è chiaro a tutti. Ma perché l'euroburocrazia teutonica dovrebbe risolvere anomalie che favoriscono la tua economia? Perché risolvere uno squilibrio come quello del surplus commerciale? Surplus, peraltro, fatto in parte con un ciclo di **vendor financing** verso la periferia dell'Europa, ovvero le banche tedesche finanziavano, ad esempio, gli italiani per comprare prodotti made in Germany resi tra l'altro più competitivi proprio dall'effetto spread.

Molte cose andrebbero quanto prima discusse con **onesta intellettuale** e partendo da un presupposto forte: lo status quo qualifica uno stillicidio delle acque che non può che erodere l'attuale architettura valutaria, portandola ad un suo inesorabile cambiamento; il rischio è che sia in pejus. Dalla Germania arriva il concetto dell'**Europa a due velocità**, che non si sa cosa significhi, ma che viene confermato dal progetto dell'[ESRB](#) degli “European Safe Bonds” per gestire la fine del [QE](#). Questo progetto de facto sancisce un euro di serie A e uno di serie B. Bisogna comprendere, che se si prosegue in questa direzione priva di condivisione dei rischi, l'euro, come lo conosciamo, avrà vita breve.

Quest'anno le sfide sono molte: da un lato si **ratifica il Fiscal Compact**, e speriamo non così com'è, anche perché per la ratifica serve l'unanimità, e voglio augurarmi che non ci sarà Tafazzi durante la votazione e dall'altro il **QE che deve rallentare**.

Politica monetaria e fiscale sono, quindi, sotto esame e sappiamo che se operano bene e sinergicamente possono dare un forte rilancio all'economia. In Europa ci vuole una maggior discussione, anche in sede eco-fin, approfittando delle tensioni determinate dal Brexit e dalla [Trumponomics](#). L'auspicio è di mettere sul tappeto una nuova architettura basata sul risk sharing

Senza condivisione dei rischi nessuna area valutaria tiene a lungo.

Ha appena nominato la Brexit. Crisi o opportunità per l'Europa?

Grande incognita. Il Regno Unito ha molte carte da giocare. Ad esempio, la **sterlina** è un mezzo di pagamento riconosciuto in giro per il mondo, l'ultimo pezzo dell'imperialismo britannico. Questo altera il ragionamento: "Fuori dall'Europa siete isolati" e in più il loro sistema bancario ha delle qualità e persino grandi Paesi, come la Cina, sono interessati a sfruttarlo.

È vero che il suo sistema finanziario beneficia a quattro mani dal passaporto europeo, che potrebbe essere revocato, ma basterebbe portare le attività in qualche Paese membro limitrofo e si ricomincerebbe da capo. L'**estero-vestizione** è un fenomeno abbastanza noto; in Italia ne sappiamo qualcosa.

A mio avviso una cosa è certa, non sono entrati nell'euro. Quindi dall'Europa hanno preso ciò che potevano, senza importare le disfunzioni di un euro non risk-shared. Lei sa quanto risparmio italiano è stato investito in finanza non proprio di qualità ingegnerizzata oltre la Manica? Per non parlare della vendita di derivati a Stato, enti locali ed investitori.

Io non posso dare una previsione chiara, quindi, dell'effetto Brexit, perché, persino l'indebolimento della sterlina non ha avuto gli impatti pronosticati sulla bilancia dei pagamenti, per i motivi che dicevo prima legati a questa sorta di signoraggio della Sterlina.

Certo è che il negoziato sarà molto duro; è partito con questi 100 miliardi di euro sul tavolo che la Gran Bretagna dovrebbe all'Europa e non mi stupisce dato che l'Euroburocrazia sa bene che il Brexit potrebbe essere il tallone di Achille per rompere l'attuale precario equilibrio. Se poi le cose vanno bene, vallo a spiegare che ciò accade perché non avevano l'euro, un debito pubblico, eccetera eccetera. Insomma il tema è che l'attuale classe dirigente ha una grande **responsabilità**; ha in mano il futuro nostro e dell'Eurozona e, spero, che non decida di affidarsi a referendum gridati, che vanno a parlare alla pancia del Paese, per altro ,dopo 7 anni di magra.

Per non dire poi che il Brexit coincide con la Trumponomics, una politica economica che non mi preoccupa per quanto farà negli USA, ma per quello che esporterà. Infatti da loro, negli States, abbiamo una Yellen che vuole fare una politica monetaria restrittiva e Trump una politica fiscale espansiva, forte del [signoraggio](#) del dollaro. Quindi, anche in questo caso, secondo i modelli studiati sempre al primo anno di economia, le 2 cose si controbilanceranno e non è detto che andrebbero male, anzi!

Io temo che l'Europa dovrà gestire tutte queste, chiamiamole novità, con la politica monetaria e fiscale che certamente agiscono sinergicamente, ma nella direzione sbagliata, quella di un'inutile austerità che non ci porterà molto lontano.

Commento sulla vittoria di Macron: opportunità per l'Europa o aggiungerà ulteriore inerzia?

*Io credo che sia una **opportunità**. Leggendo il suo programma sembra che voglia aprire alla condivisione dei rischi. D'altronde guardi, la Francia di recente con lo spread non è che si sia proprio, diciamo, divertita, avendo subito l'effetto negativo sul sistema produttivo che noi subiamo da 5 e passa anni. **Credo che potrebbe essere un punto di svolta**. Si deve creare un **asse forte Francia-Spagna-Italia**, per discutere quelle poche cose che dicevo prima che, peraltro, sono in linea con i trattati. In tal modo, si dissolverebbe quell'**asse franco-tedesco**, che non vede riscontri positivi dal punto di vista macroeconomico. Guardi che la Francia negli ultimi 3 anni ha subito anch'essa l'effetto magnete della Germania. Dai dati della bilancia dei pagamenti si vede che la Germania esaurito il drenaggio della periferia si è spostata sulla Francia e quindi fuori dall'Eurozona, complice il cambio calmierato dal QE. Se poi lo slogan rimane: "Non vogliamo pagare i debiti dei paesi periferici", dimenticando purtroppo ciò che hanno preso, allora allacciamo le cinture di sicurezza e **prepariamoci al peggio**.*