

## L'EURO: QUALCUNO ANCORA CI CREDE



Ringrazio Maurizio e Susanna per l'invito di oggi. Effettivamente la situazione è molto complessa, e c'è molta incertezza sugli scenari globali, ma il problema è anche che il dialogo è estremamente difficile all'interno del nostro Paese, all'interno dell'Eurozona e anche fuori.

Mi verrebbe da dire che il c.d. "sistema" stia entrando in una fase storica nichilista dove l'area Euro rappresenta il prototipo perfetto.

### Il dibattito sul futuro dell'Euro

Si pensi al dibattito sul futuro dell'Euro. Siamo di fronte a due scuole di pensiero radicalizzate che non intendono confrontarsi: quella che sostiene che la crisi in cui ci troviamo sia colpa degli italiani, dei vizi domestici, dell'inadeguatezza della classe dirigente e che l'appartenenza alla zona Euro non c'entri nulla; e l'altra scuola di pensiero secondo cui invece tutto quello che ci sta capitando in termini di recessione/crescita modesta, crollo della produzione industriale e degli investimenti sia ascrivibile ai mali provenienti dall'Euro.

Numeri alla mano ci si accorge come entrambe le tesi siano sostenibili. Negli anni '90 l'Italia ha avuto un livello di investimenti tra i più elevati d'Europa; eppure non hanno dato i risultati sperati: i cosiddetti *malinvestimenti*. Il capitalismo di relazione e una classe dirigente che non funzionava hanno vanificato questo grande sforzo economico. Poco dopo, siamo entrati nell'euro, abbiamo beneficiato della *Germanizzazione* dei tassi, cioè del fatto che i nostri tassi di interesse fossero scesi al livello di quelli tedeschi, e non ne abbiamo fatto buon uso. Poi è arrivata la crisi e tutte le problematiche dell'Euro e della sua architettura incompleta si sono scaraventate con la loro dirompenza sulla nostra fragile economia.

Basterebbero queste considerazioni preliminari per realizzare che sarebbe opportuno evitare le radicalizzazioni. E ciò anche tenuto conto che il mancato confronto porta a dei risultati disarmanti: da un lato chi dice: «Usciamo dall'Euro perché non avremo alcuna difficoltà», dall'altro chi dice «L'unica soluzione è quella di cedere, costi quel che costi, all'Euroburocrazia tutta la sovranità possibile», come se la lezione Greca non fosse sotto gli occhi di tutti.

In entrambe queste impostazioni intravedo due errori di base.

Il primo riguarda il tema dell'uscita dall'euro. Lasciare la moneta unica, visto lo stato di avanzamento della regolamentazione e delle infrastrutture, non è facile; non è solo una questione di impatto sull'economia, costo del lavoro, inflazione, ecc.; è che dovremmo implementare tutta una serie di infrastrutture (sistema bancario, sistema dei pagamenti, sistema di regolamento titoli, il funzionamento della banca centrale, ruolo del Tesoro e così via), riscrivere la regolamentazione dei mercati e del sistema finanziario più in generale, ridefinire i rapporti con altre aree valutarie; insomma una serie di attività che non si fanno proprio in 48 ore. È una progettualità complessa, che richiede competenze, una valida classe dirigente, la capacità di prendere decisioni e non di rinviarle, cosa che invece è entrata nel costume nazionale da diversi anni o lustri a questa parte.

Allo stesso tempo, rimanere nell'Euro, a queste condizioni, a ogni costo, addirittura con l'ipotesi che sia opportuno cedere tutta la sovranità possibile all'Europa – che tradotto significa: consegnare il Paese alla *Troika* – sarebbe l'ultimo atto di una “non-classe dirigente”. La smania di completare simili cessioni prima della prossima tornata elettorale appare persino sospetta; qualifica infatti l'incapacità di assumersi le responsabilità di una sconfitta politica; un po' come avvenne nel 2011 con le firme degli atti preliminari di quello che poi divenne il *Fiscal Compact* da parte del Governo Berlusconi. Come a dire: “*Dopo di me il diluvio*”.

### **Le contraddizioni del fenomeno “Euro”**

Di fronte a questi difetti di analisi emerge l'esigenza di fare un passo indietro, contestualizzare con oggettività lo stato dell'arte e tentare di far ripartire il dibattito da lì.

Qualsiasi economista, a prescindere dalla scuola di appartenenza, conviene infatti su una cosa: l'Euro è un'area valutaria non ottimale. Lo rappresentammo già a fine 2011 negli scritti preliminari alla prima edizione del volume “*La Moneta Incompiuta*” commissionato dalla CGIL e pubblicato dalla Ediesse. L'incompiutezza derivava e deriva tuttora dal fatto che i suoi paradigmi e regole di funzionamento violano principi generali della disciplina economica.

Prima di tutto: può una valuta avere più costi del denaro? No. Il costo dei soldi (cioè il tasso di interesse) deve essere uno solo; invece nell'Eurozona ce ne sono 19, per via dello *spread*. Quel differenziale di costo del denaro costituisce una patologia e invece l'Euroburocrazia cerca di farlo passare sempre più come un aspetto fisiologico della nostra area valutaria.

Basta leggere il documento dei cinque Presidenti delle istituzioni europee pubblicato l'anno scorso quale base costituente della nuova Europa col titolo: “Completamento dell'unione economica e monetaria dell'Europa”. Lo *spread* viene trattato come una parte armonica dell'architettura dell'Euro *in fieri* mentre andrebbe fortemente contrastato; ad esempio, con un obiettivo “*zero spread*” nelle regole di ingaggio di quello scudo anti-spread che la BCE definì all'apice della crisi qualche tempo fa ma che finora non è mai stato attivato. Questa sì che

sarebbe una riforma strutturale che farebbe bene all'Eurozona diversamente dalle politiche di rigore fiscale messe in campo finora.

In secondo luogo: gli investimenti, salvo che per importi trascurabili, sono trattati di fatto come spese improduttive dalle regole europee. In altri termini anche i buoni investimenti (non i *malinvestimenti* di cui parlavo prima) cioè quelli che col tempo si ripagano da soli, quelli che come dicono gli economisti hanno un “moltiplicatore maggiore di 1”, sono difficili da realizzare.

Allora vedete, quando due paradigmi fondamentali dell'economia politica sono mortificati dall'architettura della nostra area valutaria, c'è qualche serio problema che bisogna urgentemente portare nel dibattito superando inutili radicalismi.

E questo è di incredibile importanza dato che negli ultimi anni in Italia è stata polverizzato più di un quarto della produzione industriale; una perdita che difficilmente si recupera dato che deriva da un crollo degli investimenti. Quando un distretto industriale scompare è difficile rimpiazzarlo in tempi rapidi. E questo la CGIL lo sa molto bene.

E poi c'è una grande contraddizione nei termini dal momento che i principi generali enunciati nei Trattati Europei non avallano affatto simili impostazioni di politica economica.

Dal 2011 nell'Eurozona c'è lo *spread*, un fenomeno che altera la competitività tra gli Stati membri; i Trattati predicano invece che tra i Paesi aderenti vi sia la parità di condizioni concorrenziali.

Dal 2012 è in vigore il *Patto di Bilancio*, meglio noto come *Fiscal Compact*; da quel momento ci arrivano periodicamente lettere dall'Euroburocrazia che ci dicono che siamo fuori budget. Peccato che queste lettere predichino interventi di politica fiscale pro-ciclici in un momento in cui il ciclo economico è recessivo. In pieno contrasto, peraltro, con la parte descrittiva del testo del *Fiscal Compact* dove si legge esattamente l'opposto, e cioè che le politiche fiscali dovrebbero essere anti-cicliche. E allora perché l'algebra contenuta in questi Trattati fa esattamente l'opposto? Per essere più espliciti, fa sì che se le cose vanno male vadano persino peggio.

Il problema è che queste contraddizioni non vengono portate, con la dovuta competenza e capacità di argomentazione, nel tavolo delle trattative; si preferiscono infatti uno sterile pseudo-dibattito, gli slogan “*Euro sì, Euro no*”, le dichiarazioni aprioristiche sull'esigenza di una rapida ed indolore (si fa per dire) cessione di sovranità; e ovviamente per supportare questa teatrale dialettica è necessario che si identifichi e rappresenti l'Italia come il peggior Paese d'Europa e (perché no?) anche del Pianeta. Che l'Italia abbia degli atavici difetti non c'è dubbio ma credo che il vero limite del nostro Paese sia nel non essere riuscito a porre in essere un virtuoso cambio generazionale per mettere in campo le sue risorse migliori. Ed in questo aspetto c'è l'estremo paradosso: quelli che oggi attaccano e denunciano i limiti del loro Paese come determinanti del “problema-Italia”, il “malato d'Europa”, sono le stesse persone che in passato erano affianco alla gestione del potere o che non lo contrastavano anche quando era sotto gli occhi di tutti che

questa gestione malata stava creando il debito-*monstre* che oggi dobbiamo gestire. Insomma la memoria corta quale veicolo per superare le gravi responsabilità del non entusiasmante *status quo* in cui ci troviamo.

### **Il *risk-sharing*: un virus per l'Eurozona?**

La nostra Europa e ancor di più l'Eurozona non sta funzionando. La condivisione dei rischi (*risk sharing*) che dovrebbe esserne l'elemento fondante viene trattato come un virus contro cui sviluppare adeguati anticorpi.

Provo a dirlo diversamente: se siamo tutti nella stessa barca, e il mare è in tempesta, sarebbe ragionevole mettere a fattore comune gli sforzi per uscirne sani e salvi. Un'architettura dell'Eurozona senza *risk-sharing* porta invece la nave alla deriva e trasferisce i vari Stati membri su scialuppe di salvataggio più o meno attrezzate.

In termini concreti cosa vuol dire *risk sharing*? Vuol dire come *step* finale avere un bilancio federale, un unico debito pubblico, in una espressione vuol dire: "*Gli Stati Uniti d'Europa*".

Peraltro questo principio è scritto nei Trattati e neanche tanto tra le righe; essere riusciti a violarlo sistematicamente, attraverso gli atti esecutivi dei Trattati rappresenta quindi veramente un record in negativo dell'Euroburocrazia.

Con l'avvio della crisi, infatti, (crisi che peraltro veniva dagli USA, fondamentale determinata dallo scoppio di una grande bolla immobiliare gonfiata da un bel po' di finanza tossica) siamo stati in grado di prendere provvedimenti esclusivamente funzionali a segregare i rischi nei vari Stati membri. Il colmo è che questi provvedimenti sono stati votati da ciascun Paese e talora per la loro assunzione era persino richiesta l'unanimità. Insomma come se un malato accettasse di non essere curato o peggio ancora di essere curato consapevolmente con una medicina che aggravava il suo male.

Dal 2009 in avanti, invece di intervenire per mettere i rischi a fattor comune, è stato avviato un pericoloso processo di nazionalizzazione dei rischi, prima dei debiti privati e poi di quelli pubblici. Tutti i provvedimenti presi dalla Banca Centrale Europea, non ve li cito perché sono tutte sigle, erano guidati da questo principio di segregazione dei rischi in base al quale ogni Paese doveva farsi carico dei propri problemi, in termini di debiti privati (quelli delle banche) e di debiti pubblici (quelli degli Stati).

Davanti a queste decisioni prese dall'Euroburocrazia e che certo non sono andati nella direzione di una convergenza dei cicli economici dei vari Stati membri, su cosa avrebbe dovuto scommettere la finanza che come noto è il più grande acceleratore dei processi economici? Ecco spiegati gli attacchi speculativi alla tenuta dell'Euro. Ma il punto è: la colpa è dei mercati – che fanno il loro lavoro per quanto cinico possa apparire – o piuttosto delle burocrazie che hanno offerto risposte insufficienti e messo in campo strumenti inadeguati?

Anche la lira era incompleta, era un'area valutaria non ottimale con una forte differenza tra il Nord e il Sud dell'Italia ma, a parte qualche eccezione, la classe dirigente di allora non ha mai pensato a lire a più velocità. Il problema veniva gestito attraverso trasferimenti di denaro, investimenti, politiche redistributive. Insomma la non ottimalità della nostra vecchia area valutaria veniva affrontata mettendo sul tappeto strumenti di politica economica. Nell'Eurozona questa attività manca. Anzi la soluzione che viene prospettata non ha precedenti nella letteratura economico-finanziaria: austerità sul piano fiscale e interventi improntati, come dicevo, alla segregazione dei rischi sul fronte della politica monetaria.

Ma perché si devono segregare i rischi? Il motivo, a dire dei Paesi più forti (Germania in testa), è evitare di pagare i debiti dei Paesi periferici; dimenticando così però che sinora l'Euro ha sinora trasferito risorse dalla periferia al centro come testimonia l'incredibile e persistente surplus commerciale tedesco. A voler pensare a male è come se l'Euroburocrazia stesse già prevedendo un Piano B in cui minimizzare l'impatto dei problemi che deriverebbero dalla rottura dell'euro – o perlomeno di un euro come lo conosciamo oggi - per fare spazio a soluzioni a più velocità. In fondo a ben vedere si tratta di politiche di *risk management*: confinare i rischi di ogni Stato membro all'interno dei suoi confini riduce certamente l'impatto che un suo default potrebbe avere sui paesi limitrofi.

In parallelo a questo Piano B, l'Euroburocrazia a trazione tedesca porta avanti anche il Piano A per una riforma radicale dell'Europa che sta stravolgendo i principi fondanti dei Trattati in quanto sacrifica uno sviluppo economico omogeneo, armonico e sincrono degli Stati membri facendo leva sulla loro perdita di sovranità nella politica economica.

Il problema è che queste *policies* fanno i conti senza l'oste, cioè la finanza. La finanza infatti valuta queste decisioni e investe sui mercati conseguentemente generando, se del caso, importanti effetti collaterali. Pensate a quello che è successo al nostro *spread* negli ultimi tempi a causa del rischio-*Frexit* alimentato dai massicci consensi per la Le Pen. E infatti, la recente *escalation* dello *spread* BTP-BUND non si deve ai tre miliardi e passa di manovra fiscale straordinaria imposta da Bruxelles, bensì, come dicevo, all'effetto Le Pen sull'esito delle prossime elezioni in Francia. La conferma viene dal fatto che invece lo *spread* BTP-OAT (cioè il titolo di Stato francese) non è cambiato. In altri termini, i rendimenti sui titoli di Stato francesi sono saliti per via del rischio *Frexit* e anche noi abbiamo pagato le conseguenze di questa situazione.

Bisogna pertanto prestare massima attenzione alle decisioni che finiscono col generare trasferimenti di ricchezza fra i vari Stati membri. Pensiamo a quando nel 2008, a seguito della crisi *subprime*, è fallita la banca tedesca IKB e poco dopo la Merkel dichiarò che ogni Stato membro avrebbe dovuto gestire autonomamente le proprie crisi bancarie: i mercati capirono immediatamente che questo indicava l'assenza di condivisione dei rischi per i debiti privati all'interno dell'area euro e non a caso di lì a poco cominciarono timidamente a quotare lo *spread*. Il meccanismo di innesco della bomba *spread* era stato così impostato per poi detonare quando a ottobre 2010 a Deauville, Sarkozy e la Merkel decisero che anche i debiti pubblici non dovessero

avere nessun ombrello di copertura da parte delle istituzioni europee, BCE in testa, ma che anzi ogni Paese dovesse farsi carico dei propri rischi. Una *policy* che veniva venduta come una semplice e razionale decisione di salvaguardia dell'Unione Monetaria fu in realtà l'innescò delle "valute-ombra" nell'economia finanziaria: ogni banca si è abituata a regolare le transazioni in Euro maggiorato dello *spread* del suo Paese di residenza. Questo significa che nell'economia finanziaria – che nella nostra area valutaria è mediamente pari a 10 volte quella reale – sono diventati operativi dei tassi di cambio-ombra. In altri termini nell'economia finanziaria l'Euro – come lo conoscevamo, cioè un'area dove vigeva il paradigma «Una valuta, un unico costo del denaro» – si era quindi già disgregato.

In questa nuova Eurozona la Germania che, date le sue dimensioni ricopre naturalmente un ruolo determinante, sta purtroppo confondendo la rilevanza con l'egemonia e dimenticando le lezioni della social-democrazia alla base del nostro Continente.

D'altronde è sufficiente ascoltare il colloquio fra Trump e la Merkel di qualche settimana fa. Per quattro quinti del colloquio emerge una Merkel che non discute di Germania ma di Europa e un Presidente della prima potenza economica e finanziaria del Pianeta che non nasconde la sua intenzione di voler fare l'elefante nella cristalleria!

Parimenti istruttivo è esaminare la struttura del mitico *bazooka* della BCE, il *Quantitative Easing*, un provvedimento straordinario che si distingue nettamente dai QE statunitensi e giapponesi e che invece di congelare i debiti pubblici in BCE prevede che questa presti i soldi alle Banche Centrali Nazionali affinché queste rilevino i debiti pubblici del loro Paese di residenza.

Ma come è possibile? Per anni ci hanno detto che con l'Euro avevamo una sola Banca Centrale per governare la politica monetaria e ora riesumiamo quelle Nazionali? La risposta a queste domande è ancora una volta nel *risk-sharing*. Il *Quantitative Easing* non è a rischi condivisi; i fondi prestati dalla BCE ed i conseguenti acquisti di titoli di Stato da parte delle Banche Centrali Nazionali servono infatti a utilizzare queste ultime per nazionalizzare i rischi dei debiti pubblici. Non a caso il saldo del sistema dei pagamenti Target 2 registra tali sbilanciamenti dei flussi finanziari. In questa architettura dell'euro così sgangherata, infatti, il sistema Target 2 diviene una *proxy* di quanti rischi sono stati nazionalizzati. Al momento, relativamente all'Italia, il QE ne ha nazionalizzati per circa 240 miliardi di euro.

In altri termini se le cose dovessero andare male e il nostro Paese dovesse fare *default*, ad esempio per effetto di una ridenominazione del debito pubblico in nuove lire, la Banca d'Italia avrebbe nel suo attivo di bilancio titoli di Stato svalutati che varrebbero meno dei 240 miliardi di prestiti in Euro ricevuti dalla BCE per finanziarne l'acquisto. I titoli di Stato sarebbero infatti espressi in lire, verosimilmente svalutate rispetto all'Euro, mentre i debiti contratti con la BCE rimarrebbero denominati in euro.

## **L'economia reale abbandonata a se stessa!**

A queste contraddizioni se ne aggiunge un'altra, probabilmente più importante. Quanta della liquidità degli interventi della BCE è arrivata all'economia reale? Poco o nulla. Quanta è servita a nazionalizzare i rischi di debiti privati e pubblici? La quasi totalità.

Non servono lunghe riflessioni per capire che così non va bene! Anche perché a questi errori di *policy* si accompagnano dichiarazioni di Euroburocrati a dir poco destabilizzanti per i mercati finanziari. Da ultimo il presidente della Bundesbank, Weidmann, che di fronte alle statistiche poco confortanti sullo stato di salute dell'economia italiana ed alla sua distonia con il resto dell'Eurozona ha dichiarato che: "Probabilmente l'Italia è entrata troppo presto nell'euro". Permettetemi sommessamente di stigmatizzare una dichiarazione del genere tenuto conto che quest'anno ricorre il 60esimo anniversario del Trattato di Roma.

## **L'incertezza dell'economia globale**

Su questo quadro che sicuramente non polarizza gli scenari sul futuro dell'euro in favore di una sua tenuta nel medio-lungo periodo si innestano importanti fattori di incertezza nell'economia globale.

Cominciamo col fattore numero uno: il petrolio, su cui negli ultimi anni si è consumato uno scontro fra gli Emirati Arabi e gli Stati Uniti d'America in relazione alla produzione dello *shale oil* (quel petrolio che si estrae distruggendo il sottosuolo col *fracking*, una tecnica non certo economica). L'Arabia Saudita ha posto in essere un forte abbassamento dei prezzi del petrolio per mettere fuori mercato i produttori americani di *shale oil*. Ed ha perso: a dicembre 2016, infatti, il cartello dell'*Opec* ha messo in minoranza l'Arabia Saudita, e fatto risalire il prezzo del petrolio. Intanto questa politica di *dumping* ha indebitato l'Arabia Saudita, Paese che in passato non sapeva neanche cosa fosse il debito pubblico. Non solo. Negli Stati Uniti d'America questa concorrenza Saudita sul prezzo ha "ripulito" il mercato dello *shale oil* da tutte le imprese inefficienti e quindi chi tra di loro è riuscita a resistere presenta ora una valida capacità competitiva.

Sorvolando su alcuni passaggi intermedi il quadro è il seguente. Putin ha confermato l'egemonia nel mercato energetico dell'Eurozona, mentre gli Stati Uniti d'America hanno riavviato un ruolo chiave nella produzione del petrolio attraverso lo *shale oil*. È chiaro che questo equilibrio nel mercato dell'energia è precario; per non parlare degli impatti ambientali che si porta dietro, tenuto conto che lo *shale oil* non è proprio da *green economy*, per usare un eufemismo.

Secondo fattore di rilievo sullo scacchiere globale: la Cina. Il gigante asiatico sta rallentando, non è riuscito ad effettuare con successo la sua trasformazione in *consumer economy*, cioè in un'economia spinta dai consumi. Sono ancora gli investimenti a trainare l'economia del Dragone. Ma il traino degli investimenti non può essere indefinito; soprattutto in un Paese con le città

fantasma, prova di una bolla immobiliare fuori dal comune. Il tutto finanziato da debito, le cui dimensioni sono veramente impressionanti.

Non a caso la Banca Centrale Cinese ha dovuto abbandonare il cambio fisso con il dollaro ed avviare rigidi controlli dei capitali, consumando un quarto delle riserve valutarie. Si tratta quindi di un altro contesto assai instabile, e non parliamo certo di Paese di poco conto nello scenario economico globale.

Terzo fattore cruciale per le dinamiche future dell'economia del Pianeta: gli Stati Uniti d'America, l'elefante nella cristalleria, guidato da un neo-Presidente che non lesina le dichiarazioni sull'importanza dell'industria manifatturiera, sull'inserimento di dazi e pure sul cambio. Peraltro Trump non sembra andare molto d'accordo col Presidente della FED, la Yellen, che vuole alzare i tassi e fare una politica monetaria restrittiva, mentre a lui serve un dollaro debole per poter aumentare le esportazioni. Insomma i due *player* più importanti della politica economica americana non sono proprio sincronizzati. Di sicuro l'idea di rinnovare la cristalleria di famiglia non comunica certezza ai mercati finanziari.

Quarto fattore di incertezza per le sorti dell'economia globale: la Germania, ossia il Paese che nel 2016 ha conseguito il più alto surplus commerciale dal secondo dopoguerra; in termini relativi rispetto al PIL il dato più alto del pianeta. E nonostante questo avvenga in violazione dei Trattati Europei, è un tema che passa sistematicamente in secondo piano o, per meglio dire, in cavalleria. Invece, si dovrebbe comprendere una volta per tutte che la determinante di questi surplus record non è solo l'inarrestabile locomotiva tedesca, a meno di non voler ignorare che lo *spread* altera il costo finanziario della manifattura. Ogni impresa infatti per produrre deve finanziarsi; se l'impresa italiana ha un costo del denaro ben più alto di quello dell'impresa tedesca, non c'è niente da fare, prima svaluterà il costo del lavoro, finché potrà, ma quando questo non potrà più essere fatto, chiuderà i battenti, cosa che sta capitando a tante imprese del nostro Paese. La tensione ribassista sulla produzione industriale di importanti Stati membri dell'Eurozona non può che creare tensioni anche sociali in questi Stati che a loro volta troveranno lo sfogo nell'esercizio democratico del voto con risultati tutt'altro che scontati per Francia, Italia e Germania. E questo è assolutamente chiaro agli investitori istituzionali.

### **La tempesta perfetta**

Insomma il quadro dell'economia globale sembra molto vicino ad una tempesta perfetta. La gestione di una simile onda anomala dipende dalle capacità della classe dirigente di avviare un rinnovato clima di confronto costruttivo e risolutivo.

Cosa si può fare? Innanzitutto, smettere subito di rinviare i problemi, riporre quel senso di colpa imbarazzato che caratterizza le interazioni con le istituzioni Europee e far capire che i termini dell'interlocuzione cambieranno perché solo così si può sperare che l'Italia sopravviva e prosperi



nell'Euro insieme agli altri membri ma anche che lo stesso Euro, messo alla prova da forti tensioni centrifughe, sopravviva a se stesso.

Il 2017 è un anno fondamentale: vede l'avvio al termine della politica monetaria del *Quantitative Easing* e la votazione degli Stati membri per la ratifica del *Fiscal Compact* nel contesto legislativo dell'Unione Europea.

Partiamo dal *Quantitative Easing*. In qualche maniera si deve trovare una soluzione per la sua chiusura. L'acquisto di titoli di Stato da parte delle Banche Centrali Nazionali prima si andrà riducendo (in realtà il *tapering* è iniziato proprio questo mese) e poi verrà interrotto con possibile sterilizzazione (cioè dismissione dei titoli sul mercato).

Per gestire queste dismissioni che potrebbero rialimentare le tensioni sullo *spread* ho letto diverse proposte. Purtroppo le più accreditate non prevedono la condivisione dei rischi dei debiti pubblici nella nostra Unione Monetaria. La proposta è di fare una cartolarizzazione del debito pubblico che sta nelle Banche Centrali Nazionali, per creare due grandi classi di titoli di Stato dell'Eurozona, una *senior* e una *junior*.

Ve lo traduco: si regolarizzano due *spread* per la nostra area valutaria. In pieno spirito d'ordine teutonico a diciannove valute ombra ne sostituiamo due.

In questo modo però si danno segnali non chiari sul futuro dell'Eurozona, o peggio ancora, si danno segnali chiarissimi che stiamo andando verso la disgregazione della nostra Unione Monetaria; un'involuzione da sistema che attraverso la sinergia degli Stati contava di creare valore ad una mera sommatoria di Stati che a causa di una serie di dinamiche economico-finanziarie disfunzionali purtroppo tende a distruggere valore. Questo genera un quadro di incertezza molto pericoloso per i mercati finanziari. I grandi investitori potrebbero scommettere e in realtà già lo stanno facendo – come le dinamiche dello *spread* testimoniano – sulla disgregazione dell'Euro e lanciare attacchi speculativi verso i Paesi membri in difficoltà.

In Europa è poi tutt'altro che risolto il problema del *credit crunch*, cioè della mancanza di credito alle imprese, e quello delle sofferenze bancarie. L'Eurozona ha 1000 miliardi di crediti deteriorati di cui oltre 300 detenuti da banche italiane. In termini relativi l'Italia è certamente messa peggio di altri Paesi ma il problema è evidentemente di tutta l'Eurozona.

### **Le Proposte**

È fondamentale capire cosa si può fare per superare questi punti critici ricercando soluzioni a Trattati invariati. Di seguito parlerò di sei proposte per intervenire sulla situazione nel rispetto dei principi generali dei Trattati.

Un primo punto da cui partire è una revisione del *Quantitative Easing*. Allo stato attuale sono le Banche Centrali Nazionali a comprare i titoli di Stato con denaro prestato dalla BCE; *sooner or later*, come direbbero gli anglosassoni, il QE dovrà terminare e questi titoli dovranno quindi essere venduti sul mercato con evidenti ripercussioni sullo *spread*. Per superare una simile criticità, c'è una strada maestra: basterebbe che i titoli invece di essere dismessi sul mercato venissero comprati dalla Banca Centrale Europea. Questo porterebbe a normalizzare una serie di aspetti attualmente disfunzionali: verrebbero estinti i prestiti che la BCE ha erogato nell'ambito del Quantitative Easing alle Banche Centrali Nazionali, così riportando a valori fisiologici il saldo del sistema interbancario dei pagamenti Target 2; ma (quel che è più importante) è che trasformerebbe il QE da un provvedimento a rischi segregati nei vari Paesi membri in un provvedimento a rischi condivisi nell'Eurozona con le positive ripercussioni trasmissive all'economia reale sinora assenti. Insomma farebbe della politica monetaria una politica monetaria efficace.

Questo significherebbe riconoscere che lo *spread* è una patologia e sarebbe un segnale forte che la BCE vuol farsi carico di creare una sorta di debito pubblico europeo. Da questa conclusione deriva la seconda proposta: un obiettivo *zero spread* sui *Govies* perseguito attraverso un'attivazione originale dello scudo anti-*spread* della BCE.

Qualcuno potrebbe ritenere un simile obiettivo troppo dispendioso o irraggiungibile. Eppure non è così; è già avvenuto quando nacque l'Euro. La Finanza credette al progetto e quindi accettò di valutare tutti i *Govies* con il medesimo rischio. Conseguentemente in poco meno di 4 anni attraverso i *convergence trades* – cioè quelle operazioni di arbitraggio che compravano i titoli con rendimenti più alti (come ad esempio erano all'epoca i BTP) vendendo quelli con i rendimenti più bassi (come ad esempio i BUND) – ha portato l'Euro ad avere un'unica struttura a termine dei tassi di interesse, cioè un unico costo del denaro.

Sto parlando quindi di un *whatever it takes* con l'obiettivo di azzerare lo *spread* tra i titoli di Stato dei Paesi membri e il BUND in un periodo massimo di 12 mesi. Con una dichiarazione del genere della BCE, infatti, gli investitori istituzionali non si metterebbero contro la Banca Centrale dato che intravedrebbero guadagni senza rischio da *convergence trades*; esattamente come fu alla fine degli anni '90. Insomma bisogna portare la Finanza a scommettere sulla tenuta dell'Euro e non sulla sua disgregazione. Servono decisioni di *policy* ben fatte!

La terza proposta riguarda il tema del *Fiscal Compact*. Sarebbe opportuno che gli investimenti produttivi rimanessero fuori dall'algebra del *Fiscal Compact* e non solo per valori risibili come è attualmente. Peraltro lo spirito dell'accordo del *Fiscal Compact* – algebra a parte – è proprio quello di garantire funzioni anti-cicliche nel senso che in presenza di una fase avversa del ciclo economico dovrebbe determinare misure di politica fiscale in grado di invertire la rotta. È pertanto incredibile che le sue formuline lo abbiano trasformato in un provvedimento prociclico, cioè che se le cose vanno male le fa andare peggio. Se poi il problema è evitare i *malinvestimenti*, le cattedrali nel deserto, quelle in cui noi italiani siamo specializzati, allora si

potrebbe pensare ad esempio ad un comitato rischi con sede a Berlino o altrove. Ma una cosa è certa: servono importanti investimenti pubblici per rilanciare la nostra area valutaria.

E poi (proposta n. 4) bisogna intervenire sul tema delle sofferenze. Analizziamo la situazione con un ragionamento elementare. Se un'impresa è in salute allora paga regolarmente le tasse e quindi lo Stato riceve denaro. L'impresa, pur in salute, sarà certamente indebitata con una banca – dato che il nostro sistema produttivo è banco-centrico – e quindi pagherà oneri finanziari. Infine la banca stessa, avendo i suoi finanziamenti ben remunerati dalle imprese, pagherà le tasse allo Stato che anche per questa via riceve perciò nuovo gettito fiscale. Quindi in un sistema produttivo in salute e che funzioni, la banca e l'impresa pagano le tasse allo Stato e il contribuente è meno gravato dalle politiche di bilancio. Se l'impresa invece entra in crisi non ha più utili e alla fine non riesce più a pagare le tasse allo Stato né gli oneri finanziari alla banca con cui è indebitata. Anche la banca rischia pertanto di entrare in crisi per i mancati ricavi e finisce per non riuscire a pagare a sua volta le tasse allo Stato. A questo si aggiunge peraltro il mancato gettito derivante dalla svalutazione dei crediti deteriorati.

In questo modo la crisi del sistema impresa-banca ricade sullo Stato, sui contribuenti e più in generale sulla collettività.

Questo circuito vizioso va interrotto. Intervenire a supporto del sistema non è un *aiuto di Stato* in quanto lo Stato ha già largamente pagato questa crisi attraverso la perdita di gettito; si tratta di quasi 100 miliardi di euro. Va trovato un modo per rilanciare in maniera virtuosa il sistema impresa-banca, riavviare l'economia reale e il gettito fiscale per lo Stato con beneficio della collettività.

La mia proposta su questo tema è creare una nuova contabilità per le sofferenze. Consideriamo un caso-limite teorico in cui una banca ha un credito di 100 euro con un'impresa in grave crisi e lo svaluta a zero sapendo di non poter incassare nulla. Per come funzionano le cose adesso la banca può vantare un credito di 100 e non di zero davanti al giudice fallimentare dell'impresa; infatti nell'impresa quel debito è ancora contabilizzato a 100; questa è la sincronizzazione attuale.

Vediamo invece cosa succede per lo Stato dopo che la banca ha svalutato quel credito a zero. Ipotizzando per semplicità un'aliquota fiscale del 50%, quello che accade è che dei 100 euro svalutati a zero dalla banca, 50 euro li paga lo Stato come mancato gettito. In altri termini questa *failure* del sistema impresa-banca è costato allo Stato 50 euro oltre al mancato gettito presente e prospettico dell'impresa. Direi che così non va bene.

Ma dato che lo Stato e la collettività hanno già pagato per questa *failure*, perché non sincronizzare il bilancio della banca e dell'impresa al valore svalutato del credito? Si tratta di un sostanziale alleggerimento dell'esposizione debitoria dell'impresa che, perché no, potrebbe anche cambiare il futuro di quell'impresa e riportarla ad essere produttiva. Questo aspetto unitamente ad altre *technicalities* che riguardano l'accesso delle imprese al credito, le segnalazioni in Centrale dei Rischi e l'uso di garanzie statali sui crediti deteriorati per superare i limiti imposti dalla vigilanza

prudenziale qualificano la proposta che ho battezzato il “*Salva-Imprese*”; proposta che, tra l’altro, ha il pregio di sottrarre le nostre banche alla pratica assai poco virtuosa di svendita dei crediti deteriorati alle *vulture company* (quelle società il cui nome tradotto in italiano rende assai di più: le *società avvoltoio*).

Ovviamente un provvedimento di questo tipo dovrebbe essere *una tantum*, un provvedimento straordinario dove, come dicevo, lo Stato possa emettere una qualche forma di garanzia per fare in modo che il credito svalutato della banca non si chiami più sofferenza, ma ridiventi un *credito in bonis*. In questo modo l’impresa potrebbe accedere nuovamente al credito; in base alle statistiche disponibili, sono tantissime le imprese italiane a cui basterebbe solo un po’ di credito per riuscire a non entrare in procedure fallimentari, o peggio ancora, in quelle procedure-spezzatino a cui sono costrette quando la banca vende il credito in sofferenza alle *vulture company*.

In questo contesto è allora curioso vedere che nelle recenti linee-guida delle BCE c’è invece uno stimolo a spingere le banche a vendere questi crediti problematici alle *società avvoltoio*; quando magari ricreando un rapporto virtuoso fra banche e imprese che generi un po’ di credito, si potrebbe riattivare il ciclo economico produttivo industriale. Tanto che anche al convegno FOREX, il governatore della Banca d’Italia ha espresso delle perplessità rispetto a questo orientamento della BCE, riportando le statistiche dell’incasso crediti da parte delle banche che non hanno venduto questi crediti alle *società avvoltoio*.

Sul problema dei crediti deteriorati la quinta proposta prevede poi un intervento di sistema; sarebbe opportuno che la BCE intervenisse per gestire il problema dei 1000 miliardi di crediti deteriorati europei creando una *bad bank* europea. Questa potrebbe cartolarizzare i crediti deteriorati con le garanzie degli Stati e della BEI. Simili cartolarizzazioni darebbero tempo alle banche per gestire il tema dei crediti deteriorati, fornire ossigeno al polmone dell’erogazione di nuovo credito e potrebbero diventare un buon collaterale per l’operatività sul mercato interbancario della Banca Centrale.

Infine l’ultima proposta è la creazione di un fondo europeo di tutela dei depositi che tra l’altro era uno dei tre pilastri dell’Unione Bancaria. L’unico aspetto che prevedeva *risk-sharing* e che guarda caso non riesce a decollare.

Credo che queste proposte andrebbero portate dal Governo sul tavolo delle trattative; i margini ci sono perché per ratificare il *Fiscal Compact* è necessario il voto all’unanimità; inoltre nei prossimi mesi vanno prese le decisioni su come chiudere il *Quantitative Easing*. Per il “*Salva-Imprese*” ci vorrebbe una decisione del Governo, che peraltro potrebbe usare anche alcune clausole sulle garanzie dello Stato già previste nell’ambito di altri provvedimenti già operativi. Credo che in questo modo si possa riattivare virtuosamente la nostra area valutaria e ridare fiducia anche ai mercati finanziari: “Qualcuno ancora ci crede”.

Se però il dibattito rimane in termini polarizzati o addirittura si cerca di non alimentarlo, allora non vedo un futuro roseo per la nostra economia. O perlomeno vedo una grande incertezza su quelle che potrebbero essere le nostre prospettive. Grazie.