

Minenna: "Bene le regole sulle banche. Ora serve una rivoluzione della regola dello spread"

10 Dicembre 2017



Marcello Minenna, economista italiano, insegna alla London Graduate School of Mathematical Finance, alla Bocconi di Milano ed è Direttore Responsabile Ufficio Analisi Quantitative e Innovazione Finanziaria della Consob

Professor Minenna, il compromesso sulle regole di Basilea 4 [ha fatto brindare gli investitori](#) nelle banche italiane. Condividi questo entusiasmo?

La decisione di andare con la mano leggera sui requisiti patrimoniali a copertura di prestiti a Pmi e di crediti garantiti da immobili residenziali è una buona cosa vista la composizione degli oltre 200 miliardi di euro di crediti deteriorati delle nostre banche.

Il tema di una stretta sulla ponderazione del rischio legato ai titoli di Stato in pancia alle banche alla fine è uscito dal tavolo. La sua preoccupazione a riguardo non era un mistero...

È responsabile preoccuparsi quando ad intervalli regolari, negli ultimi anni, l'Euroburocrazia si

cimenta in esercizi numerici per rimuovere la regola secondo cui i titoli di Stato dei Paesi membri sono privi di rischio. Le banche italiane hanno più di 350 miliardi di euro di Btp; qualsiasi manovra su questo fronte potrebbe costare decine di miliardi di accantonamenti che il nostro sistema non può permettersi.

Alcuni, Germania in testa, chiedono però di rivedere quella regola per aprire alla mutualizzazione del debito in Europa. Da cosa derivava e perché è così importante?

Per capirlo dobbiamo guardare alla nascita dell'euro. La convergenza dei tassi di interesse verso un valore unico era valutata come molto desiderabile dalle istituzioni europee perché rifletteva il paradigma che una valuta dovesse avere un unico tasso di interesse. Tutta la normativa era disegnata per incoraggiare questo tipo di comportamento, dalle

Direttive sui rischi per banche assicurazioni e fondi comuni alla stessa politica monetaria Bce che infatti valutava ai fini di garanzia i titoli governativi come tutti uguali. D'altra parte nessuno voleva pagare il costo politico di questa convergenza, cioè la transizione verso un debito federale e mutualizzato, e si è tirato avanti fino alla crisi del 2008.

Come arrivare allora a una piena mutualizzazione del debito in Europa, se non vuole rompere i doppi filii tra banche e titoli di Stato che hanno aggravato la crisi?

Questo legame non deriva dalla regola che azzerava i rischi per i titoli di Stato, ma dagli interventi straordinari della Bce e cioè gli Ltro (i 1000 miliardi di prestiti erogati a cavallo del 2011-2012) che hanno nazionalizzato i rischi tramite le banche private e poi il Quantitative Easing che lo sta facendo tramite le Banche Centrali; in Banca d'Italia ci sono ormai 300 miliardi di Btp. Con questi interventi straordinari che non si muovevano nella logica di condividere i rischi nell'Eurozona, la regola ha fatto solo da fluidificante per la segregazione dei rischi negli Stati membri.

Il tema della condivisione dei rischi si collega alla sua idea di una Unione monetaria a "zero spread". Ma come può stare in piedi un sistema in cui un Paese più rischioso non deve pagare di più per finanziarsi?

Lo spread non è una legge immutabile ed insovertibile come quella di gravità; è il risultato di scelte politiche ben precise delle istituzioni europee. Non dimentichiamo che nei primi 10 anni di "successo" dell'euro lo spread era miracolosamente scomparso. E non per un boom economico italiano, ma perché i mercati hanno iniziato a negoziare i titoli di tutti i Paesi dell'Eurozona come se avessero un rischio di credito tedesco. Con l'euro di fatto si consumava un compromesso: l'Italia germanizzava i suoi tassi di interesse e la Germania italianizzava (cioè svalutava) il suo tasso di cambio. Per noi c'era un vantaggio di gestione del debito e per la Germania il supporto alla sua politica mercantile. I numeri della bilancia dei pagamenti in questi anni parlano chiaro.

Cos'è cambiato poi?

Lehman Brothers e la recessione hanno scosso i mercati, poi c'è stata la crisi sul debito greco nel 2010. Ma è servito un cambiamento di policy di governi e Bce per frantumare la fiducia nella garanzia implicita che teneva in piedi la convergenza dei tassi. Nell'ordine: ad ottobre 2010 Sarkozy e Merkel a Deauville certificano un nuovo corso nella gestione delle crisi bancarie: pagheranno soprattutto i creditori privati e sarà indebolita la posizione dei depositanti. Poi a gennaio 2011 la BCE sancisce la discriminazione dei titoli governativi posti a garanzia dei prestiti alle banche: i Bund valgono più dei Btp per la Banca centrale. È qui che esplode davvero il fenomeno dello spread. Con le conseguenze che conosciamo: peggioramento di accesso al credito delle nostre imprese, calo del 25% della produzione industriale, esplosione dei crediti deteriorati e connessa perdita di gettito fiscale (oltre 100 miliardi).

Ora è attivo il Qe di Draghi che ha calmierato la situazione. Ma un domani?

Eliminare lo spread esige una soluzione strutturale che punti alla piena mutualizzazione dei rischi del debito pubblico, con la creazione di un'agenzia del debito europea ed un bilancio federale. Così ci sarebbe un solo rischio, quello del debito pubblico dell'Eurozona. Per questo il Fondo Salva-Stati (Esm) dovrebbe trasformarsi gradualmente tramite una crescita del capitale nel garante unico dei debiti degli Stati membri. Non gratis: i Paesi beneficiari della garanzia verserebbero al Fondo contributi pari al prezzo di mercato del proprio rischio. A differenza degli Eurobond, con questo schema più debito fai e più contributi devi pagare all'Esm e questo è un chiaro disincentivo alla fiscalità irresponsabile. E l'Esm potrebbe poi fare investimenti massicci per la convergenza economica dell'Eurozona. In alternativa la BCE dovrebbe dichiarare un obiettivo di spread nullo o minimo ed impegnarsi ad ottenerlo "con ogni mezzo".

In che senso queste soluzioni risolverebbero i problemi?

Perché darebbero ai mercati il segnale che l'Euroburocrazia è consapevole che senza il tasso di cambio tra gli Stati membri quale variabile per riequilibrare gli squilibri, anche di rischiosità, i tassi di interesse non possono essere diversi. Se poi l'euro è diventato solo un sistema di cambi fissi, come di fatto sostiene chi vede semplicisticamente nello spread solo il differenziale di rischio di credito tra gli Stati, allora la sua fine è solo questione di tempo. Noi non siamo affatto gli unici responsabili della nostra maggiore rischiosità. La ricorrente priorità data (erroneamente) alla nazionalizzazione dei rischi ha alimentato uno scambio perverso: il centro drena risorse dalla periferia e, come conseguenza, il rischio fluisce in direzione opposta. Stabilizzare davvero vuol dire invertire temporaneamente le direzioni (attraverso la redistribuzione dei rischi) per essere poi in grado di andare avanti insieme allo stesso passo.

Ma le sue soluzioni non le sembrano fanta-politica in questa Europa?

Francamente la mia proposta di riforma dell'Esm e quindi del Fiscal Compact è una proposta a prezzi di mercato. Se poi non la si vuole perseguire, è perché si intende proseguire con lo scambio perverso di cui dicevo. In questa prospettiva trovo deboli i segnali lanciati in settimana dalla Commissione Europea e mi piacerebbe vedere una proposta italiana nella direzione da me auspicata.

Nell'intervista le opinioni sono strettamente personali e non coinvolgono le Istituzioni di appartenenza