



Gruppo dei 20 – “Revitalizing Anaemic Europe”

Martedì 27 febbraio 2018 - ore 14:00

Sala Eventi 1 – Via Maresciallo Caviglia, 24 – Roma

Scuola Nazionale dell'Amministrazione

Le proposte di riforma dell'eurozona e il documento dei 14 economisti franco-tedeschi

Oggi affronterò il tema dello sviluppo di alcune operazioni di mercato, che possano dare un contributo al dibattito e ad una dialettica più costruttiva per la resilienza dell'eurozona.

Una considerazione iniziale di carattere basilare: l'Euro non può essere caratterizzato da *spread* nei rendimenti dei titoli governativi. Lo *spread* è una anomalia, non ha un senso in un'area valutaria che mira a sopravvivere nel un lungo periodo, perché altrimenti l'euro si configura esattamente come un sistema di cambi fissi che tende ad esplodere prima o poi.

Secondo il noto principio economico, ad una valuta corrisponde un'unica struttura a termine dei tassi di interesse. Nell'Eurozona questa non sussiste dal 2010, anno in cui a Deauville la cancelliera Merkel e il presidente Sarkozy, con una decisione politica, hanno dato ai mercati finanziari il benestare per quotare i rischi di credito dei singoli stati sovrani.

Lo *spread* è un fattore che altera le competitività; interviene sul fattore capitale delle imprese alterandone il costo finanziario della propria manifattura. Mai i trattati auspicano che gli stati membri rimuovano tutti gli ostacoli alla competitività. Altresì, lo *spread* altera la competitività tra le banche, perché le banche che hanno più *spread* sono discriminate dalle banche con meno *spread*, sia nel mercato interbancario repo che di fronte al loro prestatore di ultima istanza che è la banca centrale europea.

Qualcuno sostiene che è ben possibile un Euro con lo *spread*. D'altronde basterebbe guardare agli USA. Ma questo riferimento è sbagliato. Chi lo fa, come direbbe il buon Tommaso Padoa Schioppa che è stato mio maestro, o è incompetente o in malafede, *tertium non datur*. È sbagliato dal punto di vista dimensionale e della struttura fiscale di intervento del bilancio federale. Al più il paragone è lecito se riferito alle regioni dei singoli stati membri della unione valutaria. Quindi se volessimo paragonare il Connecticut alla Regione Lazio ci può stare, ma se volessimo paragonare il Connecticut all'Italia, per dimensione di debito, di produzione, per regole fiscali di protezione da parte dello stato centrale non ha alcun senso.

Per quanto riguarda le riforme proposte attraverso il documento dei 14 economisti franco-tedeschi, ho già spiegato sul *financial times* perché gli ESBies, i titoli che puntano a cartolarizzare il debito europeo, non possono funzionare. Ritengo che ci siano delle incongruenze metodologiche nel calcolo dell'*expected loss*, delle *loss given default*, che vanno adeguatamente rivalutate.

Ma ciò che è più grave è che in realtà gli ESBies porteranno razionalmente alla creazione di un euro a più velocità sui mercati finanziari, il che vuol dire un po' più di ordine: oggi abbiamo 19 valute ombra sui mercati finanziari, con la proposta degli ESBies i tedeschi mettono un po' d'ordine nella nostra area valutaria facendone probabilmente due o tre, a seconda delle tranche che sceglieranno per questi titoli sovranazionali.

Non aiuteranno per nulla la resilienza dell'eurozona, non supporteranno il sistema bancario, introdurranno invece molto più rapidamente il *risk weighting* per i titoli di stato. D'altronde il percorso è coerente con una serie di politiche dell'euro-burocrazia negli ultimi 7 anni che ha portato alla nazionalizzazione dei rischi, prima nelle banche private e ora col *Quantitative Easing* nelle banche centrali nazionali.

Quando fu creata l'eurozona la prima cosa che si mise nelle direttive sui rischi di banche, assicurazioni e fondi comuni, è che i titoli di stato dell'eurozona - dovessero essere a rischio nullo, proprio per garantire la convergenza. I mercati reagirono positivamente; la tanto vituperata finanza in tre anni dal '96 al '99 portò alla germanizzazione dei tassi di tutta la nostra area valutaria.

Comunque questo documento dei 14 economisti franco-tedeschi è sicuramente un passo avanti rispetto al "non paper" di Schauble o delle proposte di Weidmann. Si avvicina pericolosamente alla presidenza della banca centrale europea dopo l'accordo con gli spagnoli e l'arrivo di de Guindos alla vice-presidenza, che tutto è fuorché un tecnico della politica monetaria.

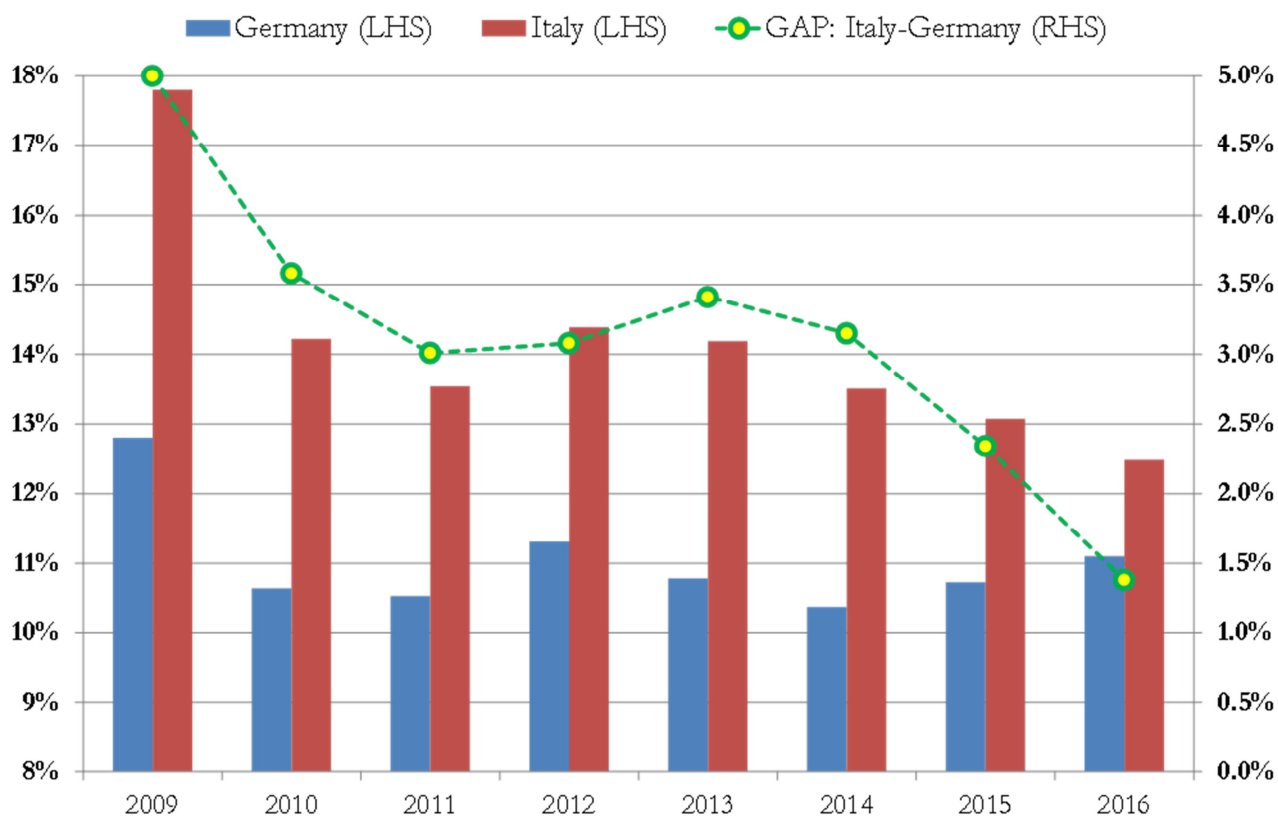
In diversi passaggi del documento si riscopre l'ovvio, ad esempio quando si dice finalmente che le regole del Fiscal Compact relative all'output gap sono sbagliate. Scopriamo che c'è consapevolezza di ipotesi teoriche forti riguardo le funzioni Cobb-Douglas che sono sottese a queste stime e quando questo succede spesso si ricade nello sfortunato caso tale per cui, a prescindere dalla bellezza o complessità di un modello: se "*garbage in, garbage out*". Simili perplessità possono nascere anche al riguardo della stima della Commissione Europea sull'output gap dell'Italia nel 2018 pari a zero. Cioè con oltre il 30 per cento tra disoccupati, inoccupati e sotto occupati per l'euro-burocrazia l'economia viaggerebbe al pieno del suo potenziale.

Per capire le differenze la banca Goldman Sachs, un soggetto abbastanza indipendente, in una sua ricerca dice che siamo a -5,5. Cioè qualcuno riconosce che non è normale per l'Italia esprimere il massimo della sua potenzialità con un 30% di forza lavoro disoccupata o sotto-occupata..

Con la crisi il Paese ha preso 25 punti di debito/pil, e non è stato solo perché il debito è cresciuto, ma perché è crollato il pil. In particolare sono crollati gli investimenti soprattutto quelli pubblici (cfr. Figura 1). Ma ciò che è più grave è che abbiamo perso 100 miliardi di € di gettito fiscale. Il rapporto tra banche e imprese è andato in crisi; non solo per il capitalismo di relazione e per il fatto indubbio che è stato dato credito a chi non lo meritasse, ma perché abbiamo avuto obiettivamente una crisi senza precedenti, mal

gestita e sottovalutata, senza una strategia in grado di rafforzare il rapporto tra banche e Stato. Anzi lo abbiamo demolito firmando nell'agosto 2013 la Comunicazione sul Settore Bancario, con cui abbiamo praticamente accettato il *burden-sharing* nella nostra disciplina, alias il *bail-in*. Per questo motivo il governo non ha più potuto aiutare le nostre banche, mentre quasi 500 miliardi di euro tra garanzie e cash (se non di più) erano stati dati dai governi francesi e tedeschi alle loro banche.

Figura 1 – Investimenti governativi come quota degli investimenti totali in Italia e Germania



Poi abbiamo subito dei provvedimenti di politica economica obiettivamente discutibili: i governi sono intervenuti sul rilancio dei consumi, quando lo sanno tutti che nei paesi sviluppati si debba intervenire sugli investimenti. Cioè anche a non voler vedere il dato macroeconomico strutturale statistico, cioè che erano gli investimenti pubblici a essere la determinante principale della caduta del PIL, il governo è intervenuto sui consumi, e questo obiettivamente non è stata una grande idea. I salari sono stati lasciati invece al loro destino, quando si sa purtroppo che in un regime di cambi fissi se non è possibile svalutare la moneta, si svaluta il lavoro

Dopo queste osservazioni sul contesto generale, vi esporrò un paio di proposte alternative che sarei onorato potessero diventare una proposta italiana. Devo dire molti gruppi politici l'hanno già presa come loro punto di riferimento, ma secondo me il sostegno degli economisti potrebbe aiutare.

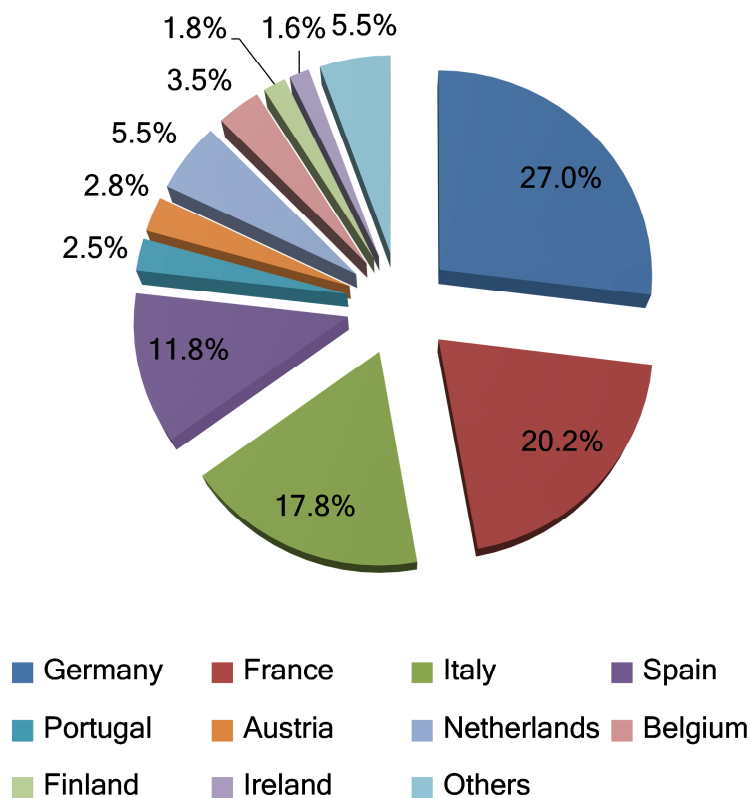
La prima proposta ha un disegno sovranazionale, la seconda più nazionale e tutte e due fanno leva su soluzioni di mercato, e c'è solo un po' di ingegneria finanziaria.

Sapete che Fondo Salva Stati e Fiscal Compact sono due trattati in sede di discussione, sono sostanzialmente scaduti. Hanno delle logiche diverse per la scadenza, perché uno è stato rinnovato, l'altro è nel limbo della *prorogatio*.

Per quanto riguarda il Fondo Salva Stati, sappiamo alcune proposte che sono presenti, sono quelle che illustrava prima Luigi. Io invece sono dell'avviso che il Fondo Salva Stati, con una soluzione di mercato, debba diventare il garante del debito pubblico dell'eurozona.

Provo a dare qualche cifra per iniziare a spiegarmi. In questo momento il capitale sottoscritto e non versato del Fondo Salva Stati è di circa 620 miliardi, 80 miliardi è invece il totale versato (cfr. Figura 2). Con questi 80 miliardi, rigorosamente in modalità operativa a leva 1, il fondo è intervenuto a supporto della Spagna, ma anche del Portogallo e della Grecia spesso in asta fornendo la liquidità necessaria.

Figura 2 – ESM Capital key



In caso di crisi di uno stato sovrano piuttosto grande, la Germania potrebbe essere chiamata in "*sharing calls*" ad un versamento aggiuntivo di 168 miliardi di €. Ora è chiaro che questo è un evento che i tedeschi cercano in tutti i modi di evitare. *Sic stantibus rebus*, anche l'Italia potrebbe venire chiamata ad intervenire fino a 100 miliardi. Certo, in deroga alle regole del Fiscal Compact, perché i versamenti al Fondo non entrano nella contabilità del debito pubblico.

Io dico: per quale motivo noi non possiamo approfittare dell'attuale favorevole situazione di mercato (tassi rasoterra, tutta una serie di opportunità che ci sono da investimenti in infrastrutture) e trasformare il Fondo Salva Stati nel ministero dell'economia e dello

sviluppo economico dell'eurozona con un vero bilancio? Questa seconda caratteristica andrebbe in tandem con l'ipotesi del garante del debito pubblico dell'eurozona.

La vedo così: l'ammontare complessivo di rischio del sistema verrebbe riallocato tra tutti i paesi secondo uno schema assicurativo: ciascun paese rischioso trasferisce all'ESM il proprio rischio in eccesso rispetto alla media dell'area euro e paga il prezzo di mercato di questa protezione nella forma di premi annuali versati al capitale del Meccanismo di Stabilità. L'Italia quindi che ha un rischio in questo momento quotato più alto di quello del resto della media dell'eurozona dovrà pagare un premio più alto. La Germania non pagherà nulla perché la Germania si pone come CDS sul suo debito pubblico sotto il livello della media dell'eurozona. Ciò avverrebbe gradualmente, su 10 anni, introducendo la garanzia dell'ESM nei titoli di Stato che vengono rifinanziati ogni anno. Per l'Italia l'esborso complessivo sarebbe di 56 miliardi di euro.

Al termine di questo processo i debiti pubblici dei diversi governi nazionali sarebbero sostituiti da un unico debito federale dell'Eurozona eliminando per sempre lo spread. il nuovo debito così rifinanziato non potrà più essere ridenominato in altra valuta, cioè è soggetto ad un blocco come più o meno previsto dalle *credit participation clauses* e come previsto anche dalle *collective action clauses* dell'ESM che limitano la capacità di denominazione di uno stato sovrano. Tanto che la stessa ISDA ha creato un apposito derivato di credito nel 2014 per tenere conto di questo accordo dell'ESM del 2012. Il valore di mercato dei premi pagati dai paesi rischiosi compenserebbe la Germania per il temporaneo peggioramento del suo rischio di credito e terrebbe conto delle richieste tedesche di condotte fiscali più responsabili da parte della periferia (cfr. Figura 3).

Figura 3 – Risparmi stimati dal passaggio alla nuova struttura risk-shared dell'ESM

Country	Contingent liability from callable shares	Net cost (benefit) under the new ESM	Estimated saving from shifting to the new ESM
Germany	168.3	56.8	111.5
France	126.4	16.3	110.1
Italy	111.1	-107.4	218.5
Spain	73.8	-64.4	138.2
Portugal	15.6	-20	35.6
Austria	17.3	2.7	14.6
Netherlands	35.6	9.6	26.0
Belgium	21.6	-0.2	21.8
Finland	11.1	3.9	7.2
Ireland	9.9	-0.5	10.4

Dall'altro lato, l'impegno a una responsabilità solidale sul debito garantito modificerebbe le aspettative degli investitori portandoli a scommettere sulla fine dello spread attraverso i *convergence trade*, cioè transazioni che puntano sulla convergenza tra i tassi di interesse dei diversi Stati, con la conseguente riduzione del prezzo della garanzia richiesto ai paesi periferici. Per l'Italia si stima un risparmio complessivo di quasi 110 miliardi di euro in termini di minore spesa per interessi sul debito. In 10 anni il nostro debito pubblico scenderebbe sotto il 100% del PIL, mentre quello aggregato dell'Eurozona si avvicinerebbe al 60% prescritto da Maastricht.

La ricapitalizzazione attraverso i premi incassati a fronte della garanzia prestata permetterebbe inoltre al Meccanismo Europeo di Stabilità di collocare sul mercato nuove passività per finanziare investimenti ad alto moltiplicatore all'interno dei paesi membri. Allo scopo di rimuovere i divari di produttività e competitività per effetto della crisi e delle politiche di segregazione dei rischi ispirate dalla Germania, questi fondi dovrebbero essere allocati proporzionalmente ai premi pagati dai paesi periferici per garantire il proprio debito pubblico. Nel caso dell'Italia, assumendo una selezione attenta e scrupolosa dei progetti di investimento, a fronte di sussidi dell'ESM per 56 miliardi si può stimare un ROI lordo tra i 120 e i 160 miliardi di € in 10 anni.

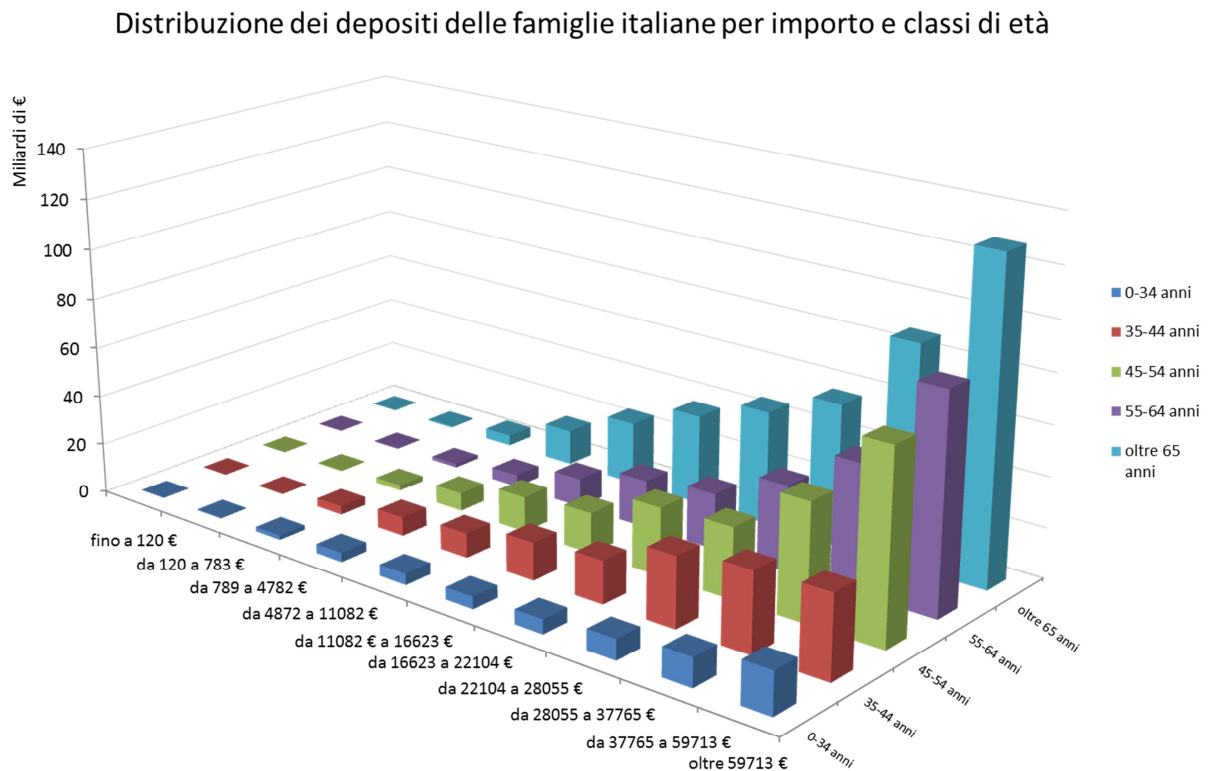
Inoltre il Fondo Salva Stati farebbe investimenti infrastrutturali ad alto moltiplicatore, di cui definirebbe le modalità operative e gli appalti, con la Corte Europea come riferimento giuridico e un'apposita sessione per eventuali contenziosi. Ma quello che è più importante è che verrebbe disattivata anche l'attuale eterogeneità normativa tra gli Stati.

La speranza finale è che ovviamente dovrebbe nascere una fiducia verso un'Eurozona rinnovata e che crede nel principio generale di condivisione dei rischi.

La seconda proposta è una proposta invece tutta nazionale. In questo momento noi abbiamo mille miliardi fermi di *cash* sui conti correnti (cfr. Figura 4). Ora mi dispiace per gli indicatori statistici sulla fiducia nei confronti del sistema ma se questa liquidità è ferma rappresenta in qualche modo un segnale di sfiducia per il sistema-Paese.

Oltre a questo noi sappiamo che il debito pubblico è di circa 2.300 miliardi. Per ogni famiglia il debito pubblico ammonta a 92.000 €. Allora io faccio una proposta nemmeno troppo provocatoria.

Figura 4 – Distribuzione dei depositi bancari e postali per importo e classe di età



Il successo dei PIR, i piani individuali di risparmio che hanno raccolto quasi 11 miliardi è emblematico. Si tratta di un prodotto che ha i suoi rischi; certo riconnette le famiglie al tessuto produttivo, ma pone il rischio del tessuto produttivo in carico alle famiglie. Il rendimento offerto rispetto al titolo di stato resta invece abbastanza inadeguato dal mio punto di vista. Quest'esperienza dimostra però che con tassi di interesse così bassi, le famiglie mostrano una certa propensione al finanziamento del sistema industriale.

Da qui l'idea di un fondo sovrano per le infrastrutture, a leva uno, come il fondo salva stati. Le famiglie potrebbero investire solo la liquidità giacente negli ultimi sei mesi - altrimenti ci potrebbero essere effetti sostituzione sui titoli di stato – fino ad un tetto massimo pari al debito pubblico per famiglia; non più di quello, in altri termini andando si va a ripagare col fondo sovrano “virtualmente” il debito pubblico pro-famiglia.

Questa circostanza consente di accedere al diritto di non pagare più gli interessi sulla quota di debito pubblico, a vita. Il fondo sovrano con leva 1 si presenta sul mercato e emette *asset-backed securities* con delle tranche di rischio differenziali.

Facendo un'ipotesi di 100 miliardi di raccolta, questa cifra verrebbe investita in infrastrutture ad elevato moltiplicatore.

Un esempio è il progetto del politecnico di Torino che punta a “ribaltare” l'Europa mettendo la logistica al sud al posto del polo di Rotterdam: mi riferisco al porto di Gioia Tauro, all'infrastruttura di collegamento Bari-Napoli e annesse infrastrutture di raccordo, che punterebbero a dirottare circa 200 miliardi di PIL dall'estremo Oriente che oggi la Cina sembrerebbe voler convogliare attraverso il porto del Pireo.

Si tratta di investimenti che prendendo dati non solo dati Svimez ma anche di altri centri di ricerca potrebbero avere redditività tra l'8, ed il 15 per cento annui. La parte finanziaria verrebbe così strutturata: per i primi otto anni, l' unico rendimento possibile, sarebbe dato dalla riduzione di tasse spiegata appena poco fa. Superati gli otto anni, si potrebbe partecipare all' eventuale extra-rendimento delle nuove infrastrutture.

Questo sarebbe un secondo modo, tutto nazionale, per poter approfittare del momento storico molto particolare in termini di struttura a termine dei tassi di interesse, e poter soprattutto ricreare un collante di fiducia tra famiglie e Stato. In questa maniera si darebbe anche un segnale ai partner europei che il governo è in grado di movimentare quella parte di ricchezza finanziaria immobilizzata, tra le più grandi d'Europa.

Prima di vederla "bruciata" in investimenti in titoli tossici che spesso vengono ingegnerizzati fuori dei confini nazionali forse è il caso di tentare di metterli a frutto per un rilancio infrastrutturale del paese.