



Seminario Fiom-Cgil:

"Riprendere il cammino dello sviluppo si può: serve una vera Europa sociale ed un'altra politica industriale"

Roma - Camera dei Deputati - 14 Gennaio 2015

Marcello MINENNA - docente di Finanza quantitativa, Università Bocconi di Milano

Vorrei provare a fare un'analisi per capire come mai ci troviamo periodicamente davanti agli stessi problemi, senza prendere dei correttivi di carattere strutturale.

Innanzitutto partirei dall'ingresso nell'euro, dal 2000, perché c'è un primo paradigma importante in economia: un'area valutaria deve avere un unico costo del denaro, i tecnici lo chiamano "struttura a termine dei tassi di interesse", cioè a un giorno, un mese, un anno, tutti i Paesi che fanno parte della medesima area valutaria devono pagare lo stesso tasso di interesse.

Non a caso nel 2000 quando siamo entrati in Europa, c'è stata la germanizzazione dei tassi, tutti i vari Paesi hanno visto i loro tassi di interesse convergere verso il livello virtuoso tedesco.

Con la crisi finanziaria questa situazione si è sgretolata, è apparso lo spread e oggi siamo in una situazione in cui

all'interno delle stessa area valutaria abbiamo 18 costi del denaro, perché 18 sono i Paesi membri.

Questo vuol dire che sui mercati finanziari l'euro si è già sgretolato, perché il sistema interbancario non regola in euro, ma in euro più spread, nel caso dell'Italia per esempio lo spread tra i Btp e i Bund è la metrica di riferimento. Compiono quindi quelle che io chiamo "le valute ombra", cioè delle valute che in realtà stanno già pilotando il funzionamento dei mercati finanziari in Europa e ciò che è più importante trasferiscono ricchezza e generano anzi degli spostamenti concreti di ricchezza all'interno dell'Eurozona completamente al di fuori del controllo dei governi.

Questa è una prima disfunzione, poi ce n'è un'altra. Tutti parliamo della locomotiva tedesca, 15 anni consecutivi di surplus commerciale, mi sembra che solo il Giappone abbia fatto qualche cosa del genere nel secondo Dopoguerra, ma senza nulla togliere alla Germania una cosa è certa: fino a qualche anno fa per il 60% questo surplus commerciale era all'interno dell'Eurozona e il pil europeo da diversi anni è fermo, il che vuol dire che qualcuno cresce e gli altri sono in declino.

Premesso questo, esaminiamo alcune determinanti strettamente finanziarie collegate a questo surplus.

La Banca centrale europea stabilisce un obiettivo molto singolare nel mondo delle aree valutarie del pianeta, che è quello dell'inflazione al 2%; è un obiettivo di inflazione media, perché dal 2000 in avanti i vari Stati membri hanno mostrato inflazioni differenti; noi ad esempio abbiamo avuto una periferia con

un'inflazione più alta di quella tedesca, e lo spread a botte del 5-6% all'apice della crisi non ha sicuramente contribuito. Avere inflazione e spread differenti significa che il costo di finanziamento dell'industria manifatturiera diventa più alto, e porto l'esempio di una penna, che non è un bene dove ci sono vantaggi tecnologici o commerciali. Se dall'America vogliono comprare una fornitura di penne da un'impresa italiana o da un'impresa tedesca - ipotizziamo che nel 2000 costasse 100 dollari - applicando l'inflazione prima e lo spread dopo sui prezzi di vendita ci accorgiamo che nel 2015 questa fornitura di penne costa 115 dollari se viene comprata da un'impresa tedesca e 136 dollari se viene comprata da un'impresa italiana.

Con un 20% di differenziale su beni che gli economisti chiamano "perfettamente sostituibili", sfido chiunque a competere e poiché larga parte del prodotto interno lordo dei Paesi evoluti si fa su beni di questo tipo, vi rendete conto che c'è un problema di trasferimento di ricchezza tramite gap di competitività strettamente finanziaria.

Porto un altro esempio. Ricordate che nel periodo postcrisi petrolifera l'industria automobilistica giapponese ebbe una forte presa in America perché aveva macchine più piccole, cilindrata minori ecc.? Questo eccesso di domanda di auto giapponesi da parte di cittadini americani generava un eccesso di domanda di yen, e più lo yen si apprezzava più le macchine giapponesi diventavano relativamente più costose per il cittadino americano. In qualche maniera si ripristinava - attraverso i tassi di cambio - un riequilibrio del surplus commerciale giapponese di quel periodo.

In Europa non è così, perché se compro prodotti tedeschi compro in euro e quindi non c'è quell'aggiustamento del tasso di cambio che invece si verifica tra aree valutarie differenti. Se a questo, poi, aggiungiamo che proprio per le regole europee, cioè le direttive sui rischi, le banche tedesche sono state grandemente facilitate a erogare credito in maniera indistinta alle banche della periferia - parliamo di 500-600 miliardi di euro - si è verificato un altro fenomeno in economia ben noto, che si chiama *vendor financing*, cioè l'industria tedesca ha finanziato i Paesi periferici affinché comprassero la loro manifattura. Poi arrivata la crisi bisognava salvare il sistema bancario europeo, peccato però che il dispositivo con cui all'unanimità il Consiglio direttivo Bce ha salvato il sistema bancario europeo, ha salvato in realtà preliminarmente il sistema bancario tedesco che aveva quasi 500-600 miliardi di crediti verso le banche della periferia. Mi sto riferendo ai prestiti agevolati a 3 anni all'1%. Questi prestiti infatti come sono stati usati? In larga misura per consentire alle banche della periferia di ripagare i loro debiti verso le banche tedesche e di acquistare i titoli di Stato che intanto sempre le banche tedesche scaricavano sul mercato. I titoli di Stato periferici venivano pertanto nazionalizzati all'interno dei rispettivi sistemi bancari portando Stati sovrani e sistemi Bancari ad essere sempre più rischiosamente interconnessi.

In sostanza tutto questo ha portato, però, sempre nei meccanismi disfunzionali dell'Eurozona, il fatto che il rischio di credito di banche private tedesche venisse mutualizzato sull'Eurozona.

Mi spiego: attraverso il sistema dei pagamenti che si chiama Target 2, se una banca italiana ha un debito nei confronti di una banca tedesca e non paga, la banca tedesca ha una sofferenza, questo è abbastanza elementare; se però mi danno i soldi per pagare la banca tedesca cosa succede? La banca tedesca scarica il suo rischio, ma si apre istantaneamente un conto della Bundesbank nei confronti della Banca d'Italia, e questo conto a credito della Bundesbank verso la Banca d'Italia oggi nei confronti dei vari Paesi periferici ammonta a oltre 500 miliardi di euro, di cui 80 nei confronti della Grecia. Vuol dire che se per caso la Grecia dovesse uscire dall'euro e decidere di non ripagare i suoi debiti, quei 80 miliardi di euro devono essere ripagati dai Paesi che rimangono nell'Unione.

C'è un elemento, quindi, interessante: i rischi privati si possono mutualizzare in questa architettura, ma guai a parlare di mutualizzazione dei debiti pubblici!

A questo si aggiunge lo stato di deflazione in cui ci troviamo, determinato dal fatto che non ci sono euro in circolazione; il bilancio della Banca centrale europea è asfittico, è 1/4 di quello della Federal Reserve, eppure i prodotti interni lordi sono paragonabili.

Nel 2015 - mi sento di affermare - stiamo peggio che nel 2011, e il motivo è elementare: nel 2011 avevamo circa il 3% di inflazione, che per 2000 miliardi di debito fa 60 miliardi; a quanto ammontano le spese di interesse del debito pubblico? A circa 70 miliardi. Poiché l'inflazione si mangia il debito, in un anno il debito in termini reali si riduce di 60 miliardi a fronte

- semplificando un po' i ragionamenti di 70 miliardi di di spesa per interessi; nel 2011 la compensazione è chiara. Il problema di rifinanziamento, agli spread elevati del 2011 certamente sussiste ma riguarda solo il 15% circa del debito pubblico complessivo.

Nel 2015 siamo in deflazione, quindi il debito non si riduce di niente in termini reali e la spesa per interessi rimane sempre quella, altro che compensazione! Lascio a voi la conclusione.

Una cosa è certa, però: se siamo in deflazione un fallimento per lo meno sull'obiettivo del 2% c'è stato, quindi che le politiche di inondare di liquidità da parte della Banca centrale europea non abbiano conseguito neanche l'interesse statutario, a mio avviso non corretto, è un fatto.

Perché dico non corretto? Perché se è vero - ed io prima vi ho portato alcuni esempi - che lo spread determina degli ingovernati trasferimenti di ricchezza tra i Paesi membri, vogliamo avere un obiettivo di tasso di interesse, come Banca centrale? Facciamo allora che sia quello di avere uno spread pari a zero; questo è un obiettivo ragionevole in un'area valutaria per evitare che le disfunzioni determinino trasferimenti dai paesi periferici a quelli core; non si sbaglia a dire dai poveri ai ricchi, che non ritengo sia proprio la cosa più corretta.

Non solo, nelle prossime settimane abbiamo un po' di problemi: l'Italia è l'unico Paese che deve ancora restituire i prestiti agevolati triennali all'1% per una cifra "ridicola", solo 160 miliardi. A questo si aggiunge un altro problema: abbiamo una stima nel Documento di economia e finanza che dice che il pil crescerà dello 0,6%, e qui siamo nel modo delle favole... Poi

consideriamo che Tsipras, mostrandosi, secondo me, o ben consigliato o abbastanza abile nelle considerazioni tecniche, giustamente ha dichiarato che non esce dall'euro. D'altronde come potrebbe dato che con la ristrutturazione del debito nel 2012 glielo hanno trasformato in un debito di diritto estero? In sostanza la Grecia non è sovrana di ridenominare il proprio debito nelle nuove dracme in caso di uscita dall'euro; pertanto di uscire non se ne parla, perché il suo debito rimarrebbe in euro mentre e quindi si rivaluterebbe una volta reintrodotte le dracme, che invece verrebbero prontamente svalutate.

C'è, però, anche un secondo aspetto della politica di Syriza. Varoufakis minaccia la ristrutturazione del debito pubblico. E questa è una mossa scaltra perché il debito greco è detenuto dalle autorità europee, per 180 miliardi nel fondo salva-Stati, per 20 miliardi è in Bce, gli altri 100 miliardi sono sparpagliati.

Che cosa vuol dire? il fondo salva-Stati lo abbiamo finanziato noi; certo, con dei contributi esclusi dalla contabilità e che quindi non fanno debito pubblico, ma se la Grecia ristruttura il suo debito pubblico, credetemi, il fondo salva-Stati allora viene sbancato e in quel momento vi posso garantire che quelle perdite dovranno essere contabilizzate nel bilancio e quindi il fiscal compact salta per tutti i Paesi membri.

Credo che in tutta questa dialettica sia anche da interpretare l'alleggerimento di questi giorni, dei vincoli di stabilità. Per la prima volta la Commissione Europea ha infatti spiegato come non sia necessario che l'intera Eurozona vada in recessione per poter alleggerire i vincoli del fiscal compact, ma basta che lo sia il

singolo Paese, fermo restando che deve dimostrare di aver fatto le riforme. Se non altro il jobs act troverebbe così una chiave di lettura.

Urgono, però, delle soluzioni di carattere strutturale.

Bisogna fare due interventi: il primo riguarda l'erogazione di credito all'economia reale e l'altro riguarda il debito pubblico.

Questi dispositivi la Bce li ha già in campo e oggi c'è stato anche uno sdoganamento sul fatto che i titoli di Stato si possono comprare da parte della Banca Centrale. Il primo intervento riguarda l'acquisto di cartolarizzazioni previsto dal Quantitative Easing; sorvolerò sugli aspetti tecnici, ma esaminiamo il sistema bancario: perché non riesce a dare i soldi all'economia reale? Perché c'è tutta una normativa che blocca i bilanci del nostro sistema bancario. Per fare nuovi crediti è necessario alleggerire il bilancio dai crediti in essere. Per fare questo si possono usare le cartolarizzazioni che appunto reimpacchettano i crediti in titoli che poi vanno portati in qualche maniera in Bce. Una strada maestra potrebbe essere quella che sulle cartolarizzazioni venga messa la garanzia degli Stati membri, perché se uno Stato membro dà la garanzia su questi titoli è evidente che la Bce dovrebbe più facilmente poter definire delle regole per poterli acquistare senza problemi. E se i crediti, anche se reimpacchettati, possono essere portati in Bce le banche possono riattivare un circuito virtuoso di erogazione del credito alle imprese proprio contando su questo supporto continuativo della Bce e degli Stati membri.

La seconda riguarda il problema del debito pubblico. Il debito

pubblico va congelato da qualche parte e bisogna fare un po' di inflazione in modo che ne eroda il valore. Così ne veniamo fuori dalla crisi dei debiti sovrani. Ad esempio la Bce potrebbe comprarli in sede di rifinanziamento delle aste e congelarli per 40 anni nel suo bilancio; è una espansione monetaria e finalmente si crea un po' di inflazione. A questo si deve aggiungere un aspetto chiave: non si devono pagare interessi sui titoli di Stato che vengono comprati dalla Bce. Così tutti gli Stati membri e non solo la Germania rifinanzieranno il proprio debito a tasso zero. La Germania infatti - e questa è un'altra disfunzione tipicamente finanziaria -, sono 5 anni che rifinanzia il suo debito pubblico a costo zero, avendo i tassi negativi a breve termine e bassissimi a medio/lungo.

Anche per interrompere il paradosso che riguarda quegli scarsi 300 miliardi di euro di titoli di Stato periferici che stanno attualmente nell'attivo della Banca centrale europea. Questi titoli, infatti, comprati per aiutare la periferia, producono interessi che i periferici pagano alla Bce e la Bce poi distribuisce alle banche centrali, ivi compresa la Bundesbank.

Oggi la Bundesbank - su base annuale - prende 4 miliardi di euro dai periferici.

C'è qualche cosa, quindi, che non va, abbiamo i trasferimenti di ricchezza al contrario, anziché dai Paesi core verso quelli periferici, come fece la Germania dell'Ovest nei confronti della Germania dell'Est.

Come si può fare questo intervento per sdoganare le resistenze tedesche? Penso a una Bce che acquisti titoli adottando il pil

come parametro. Così più grande è il Paese e maggiori saranno i benefici. Un simile parametro dovrebbe essere adottato sia per l'acquisto dei crediti da reimpacchettare che per i titoli di Stato.

Questa - ci tengo a dire - è la soluzione con cui gli Stati Uniti d'America sono usciti dalla crisi. L'ha già fatta la Federal Reserve. Nel novembre 2012 Bernanke dichiarò: "Ho fatto della Federal Reserve una *bad bank*, ed è un nuovo corso di politica monetaria, non ci furono attacchi speculativi"; oggi l'inflazione è assolutamente al di sotto del 2% e il prodotto interno lordo americano cresce del 5% mentre noi siamo fermi.

L'attivo della Fed ha 4 trilioni di titoli, 2 trilioni sono Abs, cioè titoli cartolarizzati e sono garantiti di fatto dallo Stato; si tratta dei titoli subprime delle due finanziarie Fannie Mae e Freddie Mac che furono nazionalizzati dal governo; gli altri 2 trilioni sono treasury bills americani che non pagano interessi, perché in America sanno benissimo che non avrebbe senso, stando nella stessa barca; perché lì negli States Governo e Banca centrale sono consapevoli di stare nella stessa barca e hanno a cuore la tenuta del sistema finanziario americano. Da noi questa consapevolezza è ancora tutta da costruire.