

L'HUFFINGTON POST

Il report Mediobanca, quale dibattito?



Marcello Minenna
Economista

23/03/2017



Può essere sembrato irriverente, può aver "urtato" la sensibilità di alcuni (euristi e non), ma il **report** a cui ho collaborato con Antonio Guglielmi e che è stato pubblicato dalla collana degli studi di Mediobanca Securities sulla ridenominazione del debito pubblico italiano, ha centrato perfettamente l'obiettivo. Quello di parlare e di far parlare del convitato di pietra a tutti i consessi sulle sorti della nostra economia: la membership dell'Italia nell'Unione Monetaria Europea, cosa ha prodotto finora e quali debbano essere le prospettive future di questa adesione all'area euro.

È innegabile che lo scorso 19 gennaio - **giorno di pubblicazione del report** - abbia segnato uno spartiacque: da allora anche i più cauti hanno abbandonato il silenzio e hanno deciso di esprimersi sull'Italexit (per lo più contro), peraltro spesso fraintendendo lo scopo del report e leggendo e interpretando selettivamente i suoi contenuti.

Lo scopo - meglio dirlo subito - era quello di investigare e di capire quali sono le opzioni a disposizione oggi, nel 2017, per riconsiderare la nostra presenza nell'Eurozona. È infatti più che evidente che, nell'attuale impianto architettuale dell'Euro, l'Italia - come altri Paesi della periferia - si trova intrappolata in un'area valutaria comune che chiede troppo e dà troppo poco.

Il problema, in estrema sintesi, è il crescente disallineamento dei cicli economico-finanziari degli Stati membri e la mancanza di meccanismi riequilibratori a livello centralizzato in grado di favorire percorsi di convergenza. Così chi va veloce (segnatamente la Germania e i suoi Paesi-satellite) pretende che gli altri si autocorreggano implementando austere riforme interne che nel dare temporaneo sollievo ai conti pubblici tagliano le gambe alla crescita e finiscono per amplificare le divergenze anziché ridurle.

L'esempio della Grecia - **prostrata da quasi 10 anni di crisi e di austerità** - è un'esperienza concreta da cui imparare, e in fretta, anche perché le analogie sono sempre più numerose: calo dell'occupazione, crollo della produzione, crisi del sistema bancario, elevate dimensioni del debito pubblico, malessere sociale e instabilità politica.

Appena dopo il suo esordio la moneta unica ha cominciato a chiederci il conto in termini di perdita di competitività commerciale rispetto ai partner europei, cui - a onor del vero - ha contribuito la nostra scarsa capacità di sfruttare i principali vantaggi offerti dalla divisa comune, a partire dal sensibile abbassamento del costo del denaro.

In una prima fase la partita della competitività si è giocata sui prezzi, sotto forma di un gap di inflazione rispetto alla Germania che ha poi lasciato il posto alla non meno penalizzante "inflazione finanziaria", vale a dire lo spread. Come ho spiegato nel mio manuale "**La Moneta Incompiuta**", l'aumento dei rendimenti governativi rispetto ai Paesi core ha peggiorato sensibilmente le condizioni di funding del nostro sistema produttivo, con dolorose ripercussioni a partire dal calo dell'output manifatturiero: -12% dall'inizio della crisi.

Ma (è bene ricordarlo) la crisi si è abbattuta così violentemente sui Paesi periferici proprio per le disfunzioni congenite dell'Eurozona e per i fatali ritardi e rinvii nel processo di integrazione che da ottimistica aspirazione è ormai diventato una palese chimera: i progetti dell'Unione Fiscale e dell'Unione Bancaria sono rimasti "appesi", sacrificati sull'altare della segregazione dei rischi propugnata e perpetrata da un'Euroburocrazia Germano-centrica, intrisa dei nazionalismi dell'Europa continentale.

Qualche dato (**citando il report**) aiuta a inquadrare la situazione: dal 1999 al 2015 il PIL reale dell'Italia è rimasto invariato; e addirittura dal 2008 al 2015 è sceso del 7%. Intanto, la Germania è in costante surplus commerciale (con il nuovo record storico di oltre 250 miliardi di euro nel 2016) con appena qualche richiamo da Bruxelles, da quella stessa Commissione Europea che ci manda tante letterine pretendendo correzioni fiscali.

In questo contesto non è solo legittimo ma doveroso e di buon senso interrogarsi sulle alternative possibili. La scelta che abbiamo fatto nel report - che, ripeto, ha scoperto un vaso di Pandora che però **ribolliva da tempo** nell'indifferenza dei più - è stata quella di partire da un'analisi puntuale del nostro debito pubblico per valutare i costi e i benefici di un eventuale ritorno alla lira.

Che una deflazione del debito connessa alla svalutazione della lira danneggerebbe per primi gli investitori italiani (come molti hanno rimarcato nelle settimane successive alla pubblicazione

del report) è in re ipsa e io stesso l'ho sottolineato in [un mio post](#). Ma per questo, dunque, gli autori del report sarebbero degli improvvisi molestatori?

Affatto. Permettetemi di spiegare il perché e chiarire così che il senso del report non era quello di creare allarmismi, di far paura all'Italia o ai suoi governanti, ma al contrario di far capire che il Paese ha ancora - anche se per poco - delle "armi per negoziare" una più vivibile partecipazione al progetto dell'Euro. Del resto già parecchio tempo prima del report sia io che altri economisti avevamo ripetutamente portato in evidenza le storture della nostra area valutaria.

E la lenta ma costante fuga di capitali iniziata nell'estate 2014 (che finora ha portato all'estero oltre 200 miliardi di euro) è il segnale che famiglie e imprese italiane nutrono da tempo un chiaro sentore dei rischi del nostro Paese. Oggi, il costo delle storture dell'euro è diventato talmente proibitivo da soffocare la nostra economia e compromettere la sopravvivenza dell'Euro. La Germania lo ha capito molto bene ed è per questo che la [Merkel pubblicizza un'Europa a più velocità](#). Vogliamo aspettare di vedere se i tedeschi ci metteranno nel loro vagone (e ritrovarci poi, fintamente increduli, nell'ultima carrozza) o muoverci d'anticipo, una volta tanto nella storia?

In questo senso il report è uno strumento per inquadrare la situazione a bocce ferme. Uscendo dall'euro nel 2017 - e assumendo una svalutazione della lira del 30% rispetto all'euro/dollaro (dipenderà dalla fine che farebbe l'euro senza l'Italia) - si delineano molteplici scenari possibili, tenuto conto che circa il 50% del nostro debito è ridenominabile via Lex Monetae senza particolari difficoltà (essendo di diritto domestico e privo di CAC) e l'altro 50% non lo è. A fare la differenza sarebbero soprattutto: (a) l'incidenza dei titoli di Stato con CAC tra quelli comprati dalla Banca d'Italia nell'ambito del QE e (b) l'atteggiamento (cooperativo o meno) di via Nazionale.

Per dare un'idea della varietà degli scenari possibili abbiamo illustrato 4 casi molto differenti tra loro (nessuno dei commentatori, mentre non ha lesinato le critiche, ha ricordato tutti gli scenari considerati nel report).

Scenario 0: ipotizzando che i titoli di Stato detenuti dalla Banca d'Italia siano per metà con Cac e per metà no e che la Banca d'Italia acconsenta alla ridenominazione su tutti i titoli che detiene, avremmo un beneficio netto di 8 miliardi di euro.

Scenario 1: ipotizzando che i titoli di Stato detenuti dalla Banca d'Italia siano tutti con Cac e che la Banca d'Italia acconsenta alla ridenominazione su tutti i titoli che detiene, avremmo un beneficio netto di 57 miliardi di euro.

Scenario 2: ipotizzando che i titoli di Stato detenuti dalla Banca d'Italia siano tutti senza Cac, avremmo una perdita netta di 41 miliardi di euro.

Scenario 3: ipotizzando che i titoli di Stato detenuti dalla Banca d'Italia siano per metà con Cac e per metà no e che la Banca d'Italia non acconsenta alla ridenominazione su nessuno dei titoli che detiene, avremmo una perdita netta di 89 miliardi di euro.

Qualche parola su come sono stati elaborati questi scenari. In ciascuno di essi la porzione di debito pubblico costituita da titoli di Stato (circa 1882 miliardi) è stata suddivisa in una parte ridenominabile e una non ridenominabile. Sulla prima parte si è calcolato il beneficio connesso al ritorno alla lira e alla sua svalutazione; mentre sulla parte di debito non ridenominabile è stata calcolata la perdita connessa al fatto che questi titoli di Stato, rimanendo denominati in euro, diventerebbero più onerosi per via dell'apprezzamento rispetto alle lire.

In punto metodologico, è indubbio che entrambe le componenti debbano essere considerate, sebbene alcuni sostengano che la componente di beneficio non avrebbe ragion d'essere. Semplificando al massimo il ragionamento del report, ipotizziamo di avere un debito di 100 euro integralmente ridenominabile. Tornando alla lira questo debito diventerebbe pari a 100 lire nominali che tali rimarrebbero fino al rimborso del titolo nella nuova contabilità dello Stato in lire. Ma la storia, fortunatamente non finisce qui; per effetto della svalutazione del 30% queste 100 lire varrebbero 77 euro, con un beneficio sostanziale di 23 euro per lo Stato Italiano e una perdita di pari importo per l'investitore.

Del resto, se la svalutazione della nuova moneta nazionale non determinasse un sollievo sulla porzione di debito ridenominabile, per quale motivo gli investitori la temono così tanto? E perché nelle ultime settimane - sulla scia degli sviluppi della campagna elettorale in Francia e delle posizioni secessioniste del Front National che hanno dato credibilità a **uno scenario di Italexit etero-indotto** - lo spread dei nostri titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi avrebbe ripreso a salire?

C'è anche chi sostiene che la nuova lira non si svaluterebbe rispetto all'euro/dollaro, che occorre scordarsi l'epoca della liretta. Questa tesi non è impossibile ma osservo che al momento non si concilia con quanto ci dice lo spread, il quale esprime de facto l'extra-rendimento chiesto dai mercati finanziari per sopportare il rischio-Italia, compreso quello di ridenominazione in una valuta evidentemente più debole di quella in cui sono attualmente denominati i nostri titoli di Stato.

Un'ulteriore precisazione metodologica merita la scelta di includere i titoli con Cac tra quelli non ridenominabili. In proposito, al di là delle interpretazioni formali (che si limitano a precisare che le Cac non disciplinano esplicitamente la materia della ridenominazione del debito), reputo sufficientemente contro-deduttivi i seguenti fatti sostanziali:

a) come evidenziato nel report, i titoli con Cac quotano un premio al rischio (anche se moderato) rispetto a quelli senza Cac. È il c.d. legal safety premium, e la sua stessa esistenza è di particolare significatività tenuto conto che - come sottolineato anche da Morgan Stanley - vi è un'elevata sovrapposizione temporale tra l'adozione delle Cac e il Qe il quale, come noto, ha determinato un sensibile abbassamento dei tassi di interesse nell'Eurozona;

b) già da diverso tempo il German Council of Economic Experts propone la sostituzione delle Cac con le Cpc (Creditor Participation Clauses) proprio perché queste ultime eliminerebbero il problema delle minoranze di blocco che è invece presente nelle Cac. L'obiettivo dei tedeschi è infatti chiaramente quello di rendere agevoli le ristrutturazioni e i reprofiling dei debiti

pubblici all'interno dell'Eurozona, obiettivo che appunto potrebbe essere perseguito con il passaggio alle Cpc; nelle quali ovviamente dovrebbe essere inclusa apposita postilla per assicurare che qualsiasi ristrutturazione non comporti un cambio della valuta di denominazione del titolo. Scusate se è poco!

c) anche i più ortodossi esperti legali - pur esprimendo perplessità circa il peso relativo delle Cac di diritto europeo rispetto alla Lex Monetae - hanno comunque condiviso la tesi principale del report secondo cui i titoli di diritto domestico inclusivi di Cac sono più rischiosi di quelli privi tali clausole, suggerendo che la presenza delle Cac potrebbe portare - in vista di una gestione ex ante del rischio legale - uno Stato che intendesse **ridenominare il proprio debito** a riconoscere una minore decurtazione del valore dell'investimento ai portatori di titoli con Cac.

Lasciando da parte le questioni metodologiche, torniamo ai 4 scenari presentati nel report. Alcuni commentatori hanno concluso che in esso si sostiene la non convenienza economica di un'Italexit. In realtà, il report si limita a segnalare che allo stato attuale (cioè tenuto conto della capacità di negoziare con l'Euroburocrazia finora dimostrata dalla nostra classe dirigente) lo scenario 3 appare quello più probabile (ancorché poco sensato) di talché per rendere il debito più sostenibile si fa strada lo spettro del reprofiling e della ristrutturazione caldeggiato dai consiglieri economici della Merkel.

Questa non è però l'unica alternativa considerata nel report, che infatti ne presenta altre in linea con una strategia improntata a rimanere nell'Eurozona a condizioni nuove e più eque. Il 2017 - anno entro cui il Fiscal Compact dovrebbe essere ratificato nel contesto giuridico dell'Unione Europea o in alternativa prorogato come trattato inter-governativo peraltro depauperato dell'attuale braccio sanzionatorio - si presenta come l'anno propizio per "ristrutturare" la nostra area valutaria. E ovviamente gli interventi prioritari riguardano le regole fiscali e la politica monetaria.

A livello fiscale, il Fiscal Compact non funziona perché soffre di un'algebra che oltre ad attingere a dati determinati in modo discrezionale (basta vedere la stima dell'output gap) presenta inaccettabili distorsioni pro-cicliche. E soprattutto - come ricordato in un recente **convegno della Fondazione Basso** - la spesa per investimenti pubblici deve essere scomputata dal calcolo del saldo strutturale, essendo gli investimenti un fattore imprescindibile per stimolare la ripresa del Pil.

Sul piano monetario, **come osservai già a luglio 2015**, occorre modificare il Qe che attualmente funziona come un credit default swap con cui le banche centrali nazionali assicurano la Bce dai rischi sovrani dei vari Paesi dell'Eurozona. Infatti, se ad esempio l'Italia facesse default sui titoli di Stato comprati dalla Banca d'Italia, quest'ultima subirebbe una perdita ma resterebbe comunque indebitata per l'intero valore dei titoli con la Bce che le ha prestato la liquidità per finanziare gli acquisti.

Il report sottolinea chiaramente che l'occasione rappresentata dalla ratifica del Fiscal Compact - per la quale serve l'unanimità - potrebbe essere utilmente fatta valere dalle nostre istituzioni nel confronto con l'Euroburocrazia per ottenere la monetizzazione (e quindi l'azzeramento) del

debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia per effetto del Qe. La proposta viene peraltro presentata come preferibile a soluzioni di reprofiling del debito:

"This option would create a less costly scenario for Italy than a debt re-profiling of the 'extend and pretend' type imposed on Greece; at the same time, compared to a scenario of Italexit, this looks less costly for the overall universe of investors holding Italian sovereign bonds as well as for the other Eurozone members".

Questo quello che dice testualmente il report. Faccio notare, per inciso, che la monetizzazione dei titoli di Stato acquistati dalla Banca d'Italia risolverebbe anche il problema - portato in evidenza da Draghi proprio lo scorso gennaio - dell'enorme saldo negativo nell'ambito del sistema Target 2. Infatti, degli oltre 380 miliardi di disavanzo Target 2 del nostro Paese, quasi il 60% provengono dal Qe.

Tenuto conto che questi sono i temi e le considerazioni/proposte del report, mi pare legittimo chiedersi se chi lo ha criticato spingendosi fino ad attacchi e giudizi espliciti - spesso con toni personalistici ben poco conformi all'atteggiamento costruttivo che dovrebbe improntare il dibattito economico - abbia letto il report nella sua interezza o si sia fermato a una lettura a maglie larghe vedendo, per il resto, quello che voleva ma che non è scritto: un panegirico dell'Italexit.

Da nessuna parte nel report si dice che l'uscita dall'euro sarebbe la soluzione ai problemi dell'Italia, né tantomeno che sarebbe l'unica soluzione o che sarebbe indolore. Ma è altrettanto vero - e su questo confermo il mio dissenso rispetto ai "giustificazionisti" che parlano di globalizzazione, Cina, e della crescente tecnologizzazione della produzione per spiegare i nostri problemi - che l'appartenenza a un'Unione Monetaria imperfetta ci ha creato non pochi problemi.

Oltre agli svantaggi competitivi di cui ho già detto, mi riferisco anche alle misure di segregazione dei rischi che col passare degli anni hanno reso sempre più invivibile l'area euro. Il QE senza risk-sharing è solo l'ultimo della lista. Una **lunga lista** in cui rientrano senza dubbio le politiche monetarie eccezionali della Bce che col Smp prima e con gli Ltro dopo hanno garantito la sicurezza finanziaria della Germania, del suo sistema bancario e della sua industria manifatturiera.

Ma non solo. Anche la disciplina sulle Cac obbligatorie per le nuove emissioni di titoli di Stato dell'Eurozona con scadenza superiore all'anno ha contribuito a ridurre la vivibilità dell'euro, e con essa anche le severe condizionalità per l'accesso all'assistenza finanziaria dell'Esm, l'incompletezza dell'Unione Bancaria (ancora priva di un fondo di tutela dei depositi), la disciplina del burden sharing e poi quella (più rigida) del bail-in, e la stessa vigilanza bancaria europea che si pronuncia "a orologeria" sulla base di stress test condotti stabilendo soglie di criticità che enfatizzano alcuni aspetti (come l'incidenza dei non performing loans) e ne trascurano altri (come l'incidenza degli asset illiquidi).

Tutto questo è scritto nel report nero su bianco. Senza inneggiare all'Italexit e senza inneggiare all'Europa. Col solo spirito di dare food for thought al dibattito e con la speranza di un impegno comune verso un cambiamento sempre meno procrastinabile.