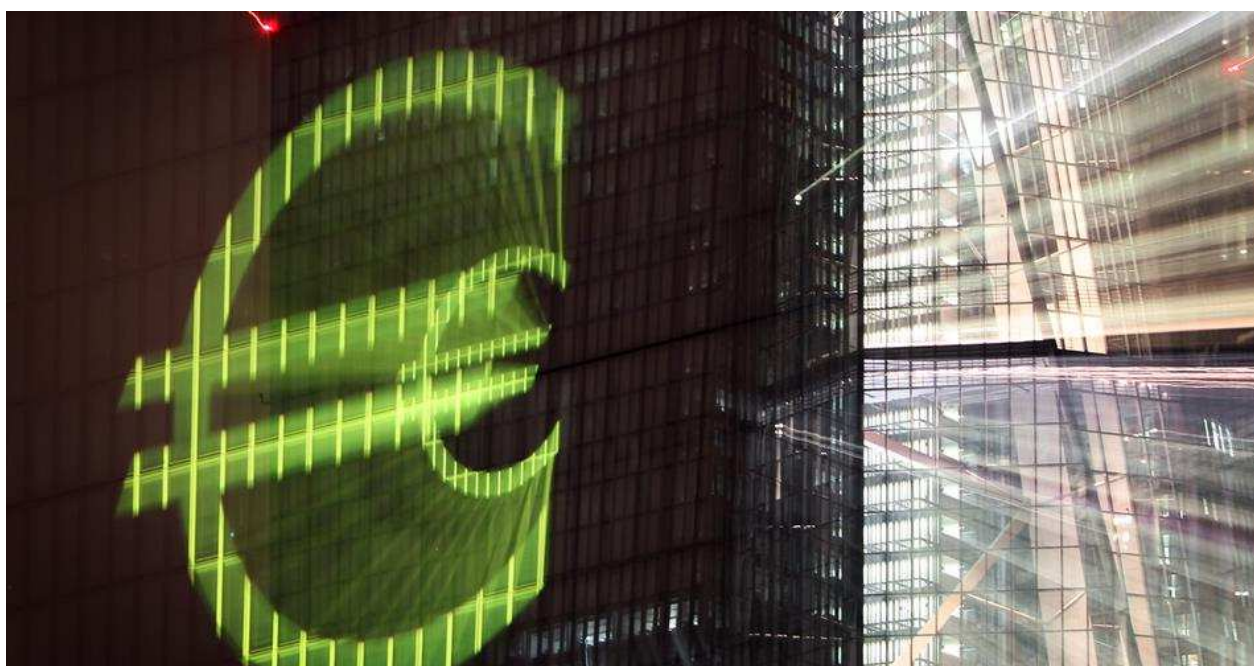


## O in Europa cambia tutto, o saremo costretti a uscire dall'Euro: la versione di Marcello Minenna

Parla il docente della London Graduate School, ex assessore della giunta Raggi. «Dal fiscal compact vanno tolti gli investimenti. Altrimenti bisogna pensare a un piano B, Italexit compresa. Serve la condivisione dei rischi. In quel caso ben vengano i controlli esterni»

di Fabrizio Patti



(DANIEL ROLAND / AFP)

14 aprile 2017 - 08:00

Quando è arrivato all'incontro di Ivrea in ricordo di Gianroberto Casaleggio, sabato 8 aprile, **Marcello Minenna** non è passato inosservato. Le cronache politiche lo avevano lasciato come assessore al Bilancio del Comune di Roma, nella Giunta Raggi. Una breve parentesi seguita da **burrascose dimissioni**, assieme ad altri tecnici prestati alla politica. Il nome del professore della London Graduate School of Mathematical Finance, nel frattempo è emerso sempre più nel dibattito economico e in particolare attorno all'ipotesi di **Italexit**, l'uscita dell'Italia dall'euro. All'argomento ha dedicato un **recente studio** - molto discusso - svolto per Mediobanca Securities assieme ad altri tre analisti, e soprattutto un voluminoso libro, "*La Moneta Incompiuta*" (Ediesse, 2016, 620 pagine), **con prefazione di Romano Prodi**.

*Linkiesta* lo ha incontrato a Milano per discutere a che condizioni e con quali conseguenze l'Italia potrebbe uscire dall'euro. La risposta, in estrema sintesi, è che **sarebbe meglio se non ci fosse alcuna Italexit**. La via che la cosiddetta "euroburocrazia" deve seguire è quella della modifica del Fiscal Compact con l'esclusione dai vincoli degli investimenti produttivi. Nell'ambito del

Quantitative Easing, inoltre, dovrebbe essere la Banca Centrale Europea e non le singole banche centrali nazionali a detenere i titoli comprati. Più in generale, dalla visione di Minenna viene fuori l'idea di un'Eurozona e un euro che se vogliono sopravvivere devono condividere molto di più rischi. A quelle condizioni, sarebbero da accogliere favorevolmente anche vincoli esterni molto forti, compresi quelli di una eventuale Troika, purché non preveda una "cura greca". L'importante, però, per cominciare, è cambiare la natura del dibattito sulla moneta unica.

### **Cominciamo allora dal dibattito sull'euro: perché è impostato male?**

Perché è polarizzato in una direzione non corretta. Ci sono due scuole di pensiero: quella secondo cui l'euro va benissimo così com'è e i problemi sono nazionali e vanno affrontati come tali. E quella di chi pensa che non esistano problemi nazionali, che tutti i danni degli Stati della periferia vengano dalla valuta unica e sia necessario uscire dall'euro, magari prima chiedendo al popolo. Il dibattito dovrebbe essere in altri termini.

### **Quali?**

Dovrebbe partire dal fatto che ogni Stato membro dell'Eurozona ha le sue problematiche nazionali, e l'Italia per esempio negli anni Novanta ha destinato un'elevata quota di soldi pubblici a investimenti che non sono stati produttivi. Però dovrebbe anche dire che l'euro, così com'è strutturato, in particolare dopo la crisi iniziata nel 2008, che ha portato in luce la fragilità della nostra area valutaria, sta funzionando male. E sta generando un effetto magnete che drena risorse, peraltro proprio attraverso la finanza, dall'economia dei Paesi periferici verso l'economia dei Paesi centrali, di cui la Germania è il soggetto più rilevante.

### **Fatta questa premessa, che conclusioni si dovrebbero trarre?**

Se questo diventa il punto di partenza, è chiaro che quindi bisogna intervenire sull'"Euroburocrazia" per una revisione dell'architettura dell'Eurozona e un suo miglioramento, per evitare che questa architettura si sgretoli da sé. Sarebbe sufficiente partire dai trattati.

### **Vanno cambiati?**

No, vanno rispettati nel loro spirito. Nei trattati ci sono diverse affermazioni, molto importanti, sulla convergenza delle economie dei Paesi membri, sul benessere generale che deve crescere per tutti in maniera omogenea. Lo stesso fiscal compact nel suo articolato si presenta come un accordo con funzioni anticicliche: nel senso che in presenza di una fase avversa del ciclo economico dovrebbe determinare misure di politica fiscale in grado di invertire la rotta. Invece, quando si esamina l'algebra e le regole numeriche sottese al calcolo del saldo strutturale e dell'obiettivo di medio termine, ci troviamo davanti a una infrastruttura pro-ciclica. Basterebbe questa considerazione per mostrare come il fiscal compact presenti delle contraddizioni nei termini tali da non rispettare i principi generali dei Trattati.

«Il fiscal compact si presenta come un accordo con funzioni anticicliche. Invece nelle regole e nell'algebra è pro-ciclico: chi va male finisce per andare peggio»

### **Parliamo di euro. Cosa non funziona?**

L'euro è un'area valutaria non ottimale che presenta specifiche patologie. Infatti, in tutti i manuali di economia politica si studia che un'area valutaria comune ha un'unica curva dei tassi di interesse,

cioè un unico costo del denaro. Nell'Eurozona invece si manifesta il fenomeno dello spread e quindi abbiamo diciannove costi del denaro differenti. E lo spread in economie banco-centriche, come quelle degli Stati membri, altera il costo finanziario della produzione manifatturiera e quindi la competitività tra le imprese. Anche questo è in contraddizione con i principi generali dei trattati, che dicono che dovrebbe esserci parità di concorrenza nell'arena competitiva dell'Eurozona. Questo gap di competitività è ancor più marcato nell'operatività delle banche dove lo spread svolge una funzione discriminatoria nel senso di sfavorire le banche che operano nel Paese con lo spread più elevato. Nell'economia finanziaria di fatto esistono già delle valute-ombra rispetto all'euro il cui tasso di cambio è proprio definito in base allo spread.

### **Lei dice che le cose sono peggiorate dopo il 2008. Non era così prima?**

Vede, nei primi anni della partenza dell'euro, se noi studiamo le correlazioni tra i cicli economici di diverse regioni dei vari Stati membri, ci accorgiamo che l'euro stava funzionando: avevamo un unico tasso di interesse e una serie di politiche di condivisione dei rischi all'interno dell'area valutaria. La correlazione dei cicli economici di Italia, Spagna, Francia, Germania, Grecia, stava aumentando. Quando è arrivata la crisi finanziaria, ci siamo trovati in una situazione differente e i cicli invece di convergere hanno cominciato a divergere. Le pare normale che nei primi mesi dell'anno la Grecia fosse ancora in deflazione, mentre la Germania era già intorno al 2%? Ma soprattutto le pare corretto che in questa situazione contraddittoria c'era chi nell'Euroburocrazia sosteneva che tutto sommato l'obiettivo della Bce fosse stato raggiunto? A parte il fatto che abbiamo una delle poche banche centrali del pianeta ad avere come primo obiettivo un target di stabilità dei prezzi e non un obiettivo di piena occupazione. Forse questo bisognerebbe discuterlo.

### **Se lei avesse il potere di cambiare le istituzioni europee, come strutturerebbe un'area monetaria che funziona?**

Innanzitutto bisogna sincronizzare politica monetaria e fiscale in maniera sinergica per aumentare la condivisione dei rischi nella nostra area valutaria. Se siamo nella stessa barca, remiamo tutti nella stessa direzione, altrimenti l'euro sembra una bella nave dove però hanno iniziato a buttare le scialuppe di salvataggio e ogni Paese va per i fatti propri. Le priorità sono soprattutto due: modificare il fiscal compact e portare la condivisione dei rischi (il risk sharing) negli interventi straordinari della BCE.

### **Cominciamo dal fiscal compact. Come va cambiato?**

Il 2017 è un anno chiave e non c'è bisogno di cambiare i trattati. Bisogna solo prendere delle decisioni in linea con i loro principi generali. È irragionevole trattare, come fa il fiscal compact, gli investimenti sempre e comunque come spese improduttive a meno di marginali clausole di flessibilità. Se gli investimenti hanno un moltiplicatore maggiore di 1, il che vuol dire che si ripagano da soli negli anni, allora devono essere fuori dalle regole del patto di stabilità. La soluzione non può essere bloccare gli investimenti tout-court, ma valutarli nel merito e controllarne le redditività.

### **Non crede che per la classe dirigente italiana sarebbe il Bengodi?**

Mi rendo conto che non abbiamo un bel tracking record ma allora creiamo un comitato europeo strategico per gli investimenti dell'Eurozona che (superando quello attuale che si occupa di progettualità minimali) giudichi tra gli investimenti quali siano effettivamente produttivi, per evitare che classi dirigenti inadeguate facciano le scelte sbagliate. Questo vuol dire avere più Europa.

Poiché questo è l'anno in cui il fiscal compact va recepito nei trattati all'unanimità il nostro voto sarà determinante. E dovremmo porre questa condizione per la sua ratifica. Mi rendo conto che potrebbero ignorare la nostra proposta e portare l'accordo in *prorogatio*. In tale caso, comunque il Patto di Bilancio ne uscirebbe depauperato e pertanto mi viene difficile pensare che una violazione della sua algebra da parte di uno Stato membro sarebbe suscettibile di determinare procedure sanzionatorie.

### **Cosa bisognerebbe invece fare riguardo alla politica monetaria?**

Il Quantitative Easing non ha un'architettura *risk shared*, cioè con condivisione dei rischi. I titoli di Stato sono stati comprati nella quasi totalità dalle banche centrali nazionali con prestiti della Bce. Tramite il Quantitative Easing si è così proseguito quel processo di nazionalizzazione dei rischi incorporati nei debiti pubblici e privati, avviato con i Long Term Refinancing Operations, i cosiddetti LTRO, quei 1.000 miliardi di prestiti agevolati alle banche erogati tra fine 2011 e inizio 2012. La differenza è che con gli LTRO la nazionalizzazione dei rischi è avvenuta utilizzando quale veicolo le banche private, mentre con il QE sono state utilizzate le banche centrali nazionali.

### **Come si fa però a rendere il quantitative easing risk shared?**

Non è difficile. Basterebbe che i titoli di Stato comprati dalle banche centrali nazionali piuttosto che essere dismessi sul mercato venissero comprati dalla Banca centrale europea. Questa modalità di "chiudere" il Qe porterebbe all'estinzione dei prestiti che la Bce ha erogato nell'ambito di tale programma alle Banche centrali nazionali e tra l'altro avrebbe il beneficio di normalizzare il saldo del sistema interbancario dei pagamenti Target 2 che attualmente mostra livelli obiettivamente anomali. Il problema è che una simile proposta che avvicinerrebbe il Qe dell'Eurozona a quello della Fed americana non è tra le opzioni in discussione; ciò che si sta discutendo per evitare la dismissione sul mercato dei titoli di Stato è infatti una soluzione di cartolarizzazione degli stessi attraverso l'emissione di ESBies, i cosiddetti European Safe Bonds. Peccato che queste obbligazioni non siano gli Eurobond di cui si discuteva un lustro fa e non prevedono una concreta condivisione dei rischi come richiesto dal paradigma una valuta unica-una curva unica dei tassi di interesse.

### **Perché non sono gli Eurobond?**

Gli Eurobond sarebbero stati dei titoli che avrebbero rimpiazzato i titoli di Stato dei vari membri dell'Eurozona ispirandosi al principio di mutualizzazione dei rischi. Così l'euro avrebbe avuto per il suo debito pubblico un'unica curva dei tassi di interesse. Con gli ESBies non è così; attraverso il veicolo che rileverà i titoli di Stato dei diversi Paesi, tra l'altro secondo un criterio di proporzionalità basato sulle dimensioni del PIL di un Paese anziché sull'entità del rapporto debito/PIL, sul mercato finanziario si creano dei titoli di serie A (corrispondenti alla tranche senior) e dei titoli di serie B (corrispondenti alla tranche junior); questo genererà due curve dei tassi di interesse per il debito governativo dell'Eurozona e quindi renderà fisiologico il fenomeno dello spread che invece per un'area valutaria comune dovrebbe essere trattato come una patologia.

Come evitare che cattedrali nel deserto invece che investimenti produttivi? «Creiamo un comitato europeo strategico degli investimenti che giudichi gli investimenti che sono produttivi, per evitare che classi dirigenti inadeguate facciano le scelte sbagliate. Questo vuol dire avere più Europa»

### **Da quel che si è letto in Italia, la parte junior sarebbe relativa sia ai Paesi del Nord che a quelli del Sud, quindi ci sarebbe una mutualizzazione dei rischi. O no?**

Non è proprio così. Semplifichiamo il quadro per spiegare meglio le criticità di questa proposta. Ipotizziamo un'Eurozona dove ci sono solo l'Italia e la Germania. Ipotizziamo altresì che a questo veicolo venga ceduto debito pari al 60% del Pil dell'Italia ed al 60% del Pil della Germania. Immaginiamo, poi, che il processo di riorganizzazione dei rischi generato dalla cartolarizzazione preveda che la parte senior rifletta dimensionalmente la parte di debito conferita al veicolo dalla Germania e quella junior quella conferita dall'Italia: è evidente che questa procedura ha semplicemente trasformato i Bund nei titoli senior e i Btp in quelli junior. Dove sarebbe la condivisione dei rischi? Anche complicando il quadro di ingegneria finanziaria e inserendo titoli di Stato di altri Paesi membri, rimarrebbe comunque un effetto calamita dei Paesi periferici verso la tranche junior e di quelli più forti verso quella senior.

### **Cosa vuol dire?**

Una banca italiana che attualmente ha i Btp in portafoglio avrebbe difficoltà a sostituirli con tranche senior degli ESBies in quanto la redditività di questi ultimi sarebbe assai inferiore a quella dei BTP. Si comprerà la parte junior. Le banche tedesche specularmente si compreranno i senior. C'è anche poi un altro, chiamiamolo dettaglio, che non va perso di vista.

### **Quale?**

Che succede per i titoli di Stato dell'Eurozona che non sono finiti nel veicolo? Come li valuterrebbe il mercato in termini di rischiosità? Sicuramente sarebbero valutati ancora più rischiosi delle tranche junior degli ESBies e quindi non sarebbero molto distanti dai junk bond, cioè i titoli spazzatura. Sarebbe quindi assai difficile per un Paese membro procedere al loro rifinanziamento sul mercato alla loro scadenza a meno di non voler pagare elevati oneri finanziari. In altri termini questa proposta esacerba l'algebra del fiscal compact spingendo con maggiore vigore gli Stati membri a convergere verso i parametri di Maastricht. C'è poi un'altra cosa da non dimenticare: si prevede che le tranche junior assorbiranno capitale per le banche mentre attualmente i titoli di Stato dell'Eurozona non ne assorbono. È evidente quindi che attraverso questa proposta si intende inserire il risk weighting dei titoli di Stato, tanto caro all'Euroburocrazia teutonica, nei requisiti della vigilanza prudenziale delle banche; e questo avrebbe evidenti impatti sulle loro esigenze di patrimonializzazione. E poi come ho detto nell'architettura dell'Eurozona si formalizzerebbe lo spread e quindi l'euro a 2 o più velocità a seconda del numero di tranche degli ESBies.

### **Ma lo spread non è uno stimolo per gli Stati, affinché facciano le riforme e i tagli necessari?**

Io credo che non sia il modo corretto di stimolare uno Stato membro. Perché lo spread genera un divario di competitività sulle imprese, violando, come ho già detto, i principi generali dei trattati. Discrimina le banche di un Paese rispetto alle banche di altri Paesi, creando di nuovo una difficoltà di competitività. Nel mercato interbancario una banca italiana è trattata peggio di una banca tedesca. Quale sarebbe quindi lo stimolo?

### **Noi però siamo campioni di sprechi.**

Non c'è dubbio che una gran parte della nostra crescita nel passato è conseguente a leggi finanziarie in forte deficit che nascondevano anche sprechi e che ci hanno portato ad un debito pubblico senza precedenti. È evidente che a questo bisogna mettere un freno ma credo che si debba lavorare a soluzioni che portino alla riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL attraverso interventi

straordinari in grado di far crescere il denominatore e cioè la produzione industriale che, complice il crollo degli investimenti, è la vera determinante dei nostri sforamenti dei parametri europei.

### **La visione sembra opposta a quella delle due velocità di cui si è discusso nelle scorse settimane.**

Angela Merkel ha parlato genericamente di Europa a più velocità, anche se alla luce di queste proposte il sospetto è che si stia veramente valutando l'ipotesi di un euro a più velocità. Credo fermamente che si debba evitare che ci siano più euro nella stessa area valutaria. Come le ho spiegato prima purtroppo questa criticità è di fatto già presente nell'economia finanziaria per via dello spread ed è un fattore di divergenza dei cicli economici dei paesi membri.

«Prevedere puntualmente che cosa succederà in caso di Italexit non è possibile. Il catastrofismo o l'ottimismo su questo tema qualificano a mio avviso un approccio semplicistico. Quello che sappiamo per certo però è che sarebbe molto più facile completare l'architettura dell'Eurozona»

« Prevedere puntualmente che cosa succederà in caso di Italexit non è possibile. Il catastrofismo o l'ottimismo su questo tema qualificano a mio avviso un approccio semplicistico. Quello che sappiamo per certo però è che sarebbe molto più facile completare l'architettura dell'Eurozona»

### **Passiamo all'Italexit. Ci dà un'interpretazione autentica del dato dei 57 miliardi di guadagno di cui beneficeremmo, riportato nella ricerca a cui lei ha partecipato?**

Certo. Il lavoro ha avuto diverse letture da parte dell'opinione pubblica purtroppo, ahimè, spesso derivanti da una tradizione orale più che da una sua lettura. Il tema è questo: sull'Italexit si possono fare tantissime congetture. Quale sarà il cambio della lira contro l'euro? Cosa succederà all'export? Saremo o no in grado di avvantaggiarci di una svalutazione? Avremo iperinflazione? Ci saranno fughe di capitali? E se sì in quale entità? Saremo in grado di reggere l'onda d'urto sul sistema bancario? Avremo la capacità di avviare un efficace controllo dei capitali? E così via. Io e gli altri autori ci siamo limitati ad analizzare l'unica quantità su cui si poteva procedere nell'effettuare delle analisi quantitative con una qualche affidabilità e soprattutto per far comprendere al lettore che le ragioni del debitore, cioè abbiamo un grande debito pubblico, per una buona parte fuori dall'Italia e questo ci dà un qualche potere di interdizione rispetto al rischio della "cura greca", sono sempre meno supportate.

### **Come mai queste "ragioni" sono meno supportate?**

Purtroppo da fine 2012 a seguito della sigla dell'accordo dello European Stability Mechanism sono previste per il debito pubblico dell'Eurozona di nuova emissione delle clausole legali, le Cac. Cosa prevedono queste clausole se lette come direbbero gli inglesi "the other way round"? Per l'Italia ad esempio prevedono che un investitore in un singolo Btp, che ha il 25% più uno del totale di quella emissione, può bloccare la ridenominazione di quel Btp in lire. Un'Italia in difficoltà potrebbe infatti ridenominare il debito pubblico in nuova lire e poi affrontare il default nel caso di svalutazione della nuova valuta. Io ho voluto segnalare che rispetto al 2011, quando praticamente tutto il debito era ridenominabile in lire, oggi non è più così. C'è una maggiore difficoltà nel ridenominare il debito, perché gli investitori istituzionali potrebbero concertare azioni di blocco

sulla ridenominazione attraverso le CAC. Non a caso il mercato dal 2014 offre copertura contro il rischio di ridenominazione attraverso un nuovo contratto di Credit Default Swap sul debito governativo.

### **Quindi il messaggio era che un nostro eventuale potere contrattuale si sta riducendo?**

Era un modo per dire da un lato agli “euristi senza se e senza ma” che l’Euroburocrazia sta operando nel senso di ridurre i margini di manovra per qualsiasi piano B di un Paese membro che intendesse discutere con forza le insensate politiche di austerità ed agli anti-euro che uscire non sarebbe una passeggiata e che la ridenominazione delle attività e passività finanziarie attraverso la lex monetae non è un gioco da ragazzi. Una cosa è certa: tra un paio d’anni tutto il debito pubblico sarà difficilmente ridenominabile a meno di non voler violare le CAC esponendo il paese a contenziosi verosimilmente perdenti di fronte alla giustizia civile ed a danni reputazionali enormi di fronte ai mercati finanziari.

### **Lei dice quindi che tra un paio d’anni non saremo più in tempo di uscire dall’euro?**

Un Paese membro potrà sempre uscire dall’euro. Se per questo potrà anche arrivare il momento in cui creando un euro a più velocità qualche stato membro finirà in serie B o in serie C. Il problema è che il tempo non gioca a favore. E comunque ricordiamo che uscire da un’area valutaria come l’euro richiede di creare le infrastrutture di supporto per il sistema finanziario come ad esempio un sistema di regolamento dei pagamenti interbancari transfrontalieri e richiede altresì molta cautela nel gestire i rapporti con i mercati finanziari. Insomma il rischio di fare l’elefante nella cristalleria è assai concreto. Il problema dall’altro lato è che se un’area valutaria come l’euro si trasforma, come purtroppo sta avvenendo, in un sistema di cambi fissi tra più Paesi, senza trasferimenti che compensino la non ottimalità dell’area valutaria, prima o poi l’area valutaria si rompe lo stesso. I sistemi di cambi fissi infatti vanno in crisi; e non mi riferisco solo a Bretton Woods; pensiamo alle recenti decisioni della Svizzera, della Cina; in questi giorni anche la Repubblica Ceca ha abbandonato il peg con l’Euro e in Danimarca se ne parla. Un regime di cambi fissi non tiene. Allora il tema non è dire tra un paio d’anni non si può uscire; si deve comprendere che stiamo discutendo delle cose sbagliate.

### **Ma lei auspica un Italexit?**

Ritengo che arrivati a questo punto sia doveroso tentare di completare l’architettura dell’Eurozona secondo una soluzione risk-shared e senza spread. Il problema è che per completarla ci vuole l’accordo anche degli altri Paesi membri; e le recenti dichiarazioni dell’Euroburocrazia tedesca non mi sembrano molto favorevoli, per usare un eufemismo, a rivedere l’Eurozona nel senso dei rischi condivisi.

### **Ma a noi conviene l’Italexit? I rischi sono moltissimi: una fuga di capitali incontrollabile; il Paese potrebbe perdere l’accesso ai mercati come fece l’Argentina per dieci anni; si tratterebbe di una sorta di patrimoniale a danno di tutti i detentori di titoli pubblici. Ci conviene o no?**

Una risposta secca non è possibile. Perché non si può uscire dall’euro dal giorno alla notte. Io ricordo quando nel 1992 svalutammo il cambio, fu una questione largamente discussa, ci furono degli incontri anche al di fuori dei confini nazionali, con i principali partner commerciali, come gli Usa e la Germania. Andiamo però con ordine.

## **Prego.**

Noi usciamo dall'euro, con un cambio 1 a 1, perché è la cosa più ragionevole e di fatto scritto tra le righe della nostra architettura valutaria. Dopodiché lasciamo che il cambio si assesti sui valori che i mercati finanziari valuteranno. Ci sarà sicuramente in partenza un contraccolpo svalutativo che porterà al default, temo, anche per il regolamento dei derivati di credito sul debito pubblico. Però chi sa cosa succederà nel medio termine? Altra incognita sarà la nostra capacità di beneficiare grandemente, in termini di export, della svalutazione data l'importante perdita che abbiamo subito in questi ultimi anni in termini di produzione industriale. I distretti industriali saranno in grado di riorganizzarsi? Non lo sappiamo. Ci sarà una fuga dei capitali? Certamente; spostamenti verso attività finanziarie estere sono già in corso. Saremo in grado di imporre efficaci controlli sui capitali? Ad esempio imponendo una regola del tipo per ogni 100 lire fuori 160 lire dentro come hanno fatto in Cina per le banche di Shangai, quanto una simile regola deprimerebbe il valore delle nostre merci esportate? La perdita di valore della lira per tutti i detentori di titoli di Stato determinerà una perdita netta di ricchezza; quanto impatterà questa tassa sulle importazioni sul benessere degli italiani? Che valori avrà l'inflazione? Prevedere puntualmente che cosa succederà non è possibile. Il catastrofismo o l'ottimismo su questo tema qualificano a mio avviso un approccio semplicistico. Quello che sappiamo per certo però è che sarebbe molto più facile completare l'architettura dell'Eurozona che avviarsi in una strada a maggiore incertezza ma che soprattutto richiede una classe dirigente di grandissima competenza per ricreare tutte quelle infrastrutture che oggi non ci sono. Ma ripeto per completare l'architettura bisogna essere perlomeno in due.

«Più che un sì o un no all'euro, bisognerebbe fare un referendum con un'altra domanda: “È giusto che il Governo definisca una nuova linea del Piave per avviare la trattativa in Europa basata sui provvedimenti di condivisione dei rischi?”»

## **Quindi come dobbiamo muoverci?**

Se devo dire la mia, sono dell'avviso che questo sia un anno chiave e che bisognerebbe tentare a tutti i costi di intervenire sull'Euroburocrazia con sei proposte out of the box e rispettose dei principi generali dei trattati. Gli investimenti produttivi fuori dal fiscal compact, un obiettivo zero spread difeso dallo scudo anti-spread della BCE, un Quantitative Easing che porti in BCE i titoli di Stato acquistati dalle banche centrali nazionali e li tenga lì per un po', una bad bank europea che attraverso la cartolarizzazione dei crediti deteriorati (i Non Performing Loans), la garanzia degli Stati e della BEI ed un riconoscimento del ruolo di collaterale di qualità alle tranche senior e mezzanine garantite da parte della BCE intervenga per gestire il problema dei 1000 miliardi di NPL delle banche europee così da allentare il problema del credit crunch; in questo senso si potrebbe ipotizzare anche un provvedimento straordinario che crei una nuova contabilità che sincronizzi il valore di carico dei crediti deteriorati delle banche a quello dei debiti delle imprese in modo da ripristinare un rapporto sinergico tra banche e industria; infine il fondo europeo di tutela dei depositi che peraltro era parte del pacchetto dell'unione bancaria che non prevedeva solo il bail-in. Queste sei cose giusto per cominciare; poi il passo successivo dovrebbe diventare un bilancio europeo degno di questo nome; insomma io penso ad una prospettiva da Stati Uniti d'Europa. Purtroppo però non posso non osservare che le risposte che arrivano non sono proprio in questa direzione; a partire dal documento dei cinque Presidenti si assiste ad un'Euroburocrazia che accetta lo spread,



che prevede un ministro delle finanze europeo per imporre l'austerità e che ipotizza un fiscal compact così com'è elevato da accordo intergovernativo al rango di trattato Europeo. Se le condizioni sono queste, è il caso che gli Stati membri avviino i lavori per un piano B in modo da potersi presentare alla trattativa per spuntare un'Eurozona diversa provvista di un armamentario credibile e che quindi possa portare alle necessarie modifiche ed innovazioni.

### **Può esserci un referendum sull'uscita dall'euro?**

Su questo aspetto ho sentito varie opinioni di autorevoli giuristi. C'è chi mi dice che attraverso un cavillo si potrebbe procedere anche senza modifiche della costituzione. C'è chi dice che invece è impossibile. Facendo un po' di ironia queste differenze di vedute sono in fondo la differenza tra le scienze matematiche e quelle giuridiche.

### **Ammettiamo che fosse possibile. È auspicabile un referendum? È uno strumento corretto?**

Che la sovranità appartenga al popolo è scritto nella nostra Carta Costituzionale. Che però il popolo prima di essere interpellato dovrebbe essere correttamente informato e non suggestionato in qualche direzione direi che sia la base. E questo è il senso del paper che abbiamo predisposto sull'Italexit. A meno di non voler consegnare le decisioni sul futuro del Paese a coincidenze ed a capacità mediatiche estemporanee. Peraltro a mio avviso il Paese ha il dovere di mettere in campo le forze migliori per cercare di dare una raddrizzata all'architettura dell'Eurozona e dare uno slancio non di zeri virgola alla nostra economia. All'esito di questo tentativo di revisione che potrebbe avere esito positivo o negativo si potrebbe pensare di interpellare la nazione. Allo stato se proprio un referendum si deve fare forse sarebbe giusto porre un'altra domanda.

### **Quale?**

“È giusto che il Governo definisca una nuova linea del Piave per avviare la trattativa in Europa basata sui sei provvedimenti di condivisione dei rischi che ho descritto prima?” Altrimenti mi creda, data la grave crisi che abbiamo sopportato che ha numeri post-bellici, è come se si andasse da una donna tradita e le si chiedesse: “vuoi che trasferisco tuo marito in Australia?”. Non sarebbe invece meglio chiederle: “Vuoi che insegno a tuo marito a comportarsi per bene?”. E se poi non ci si riesce allora gli chiederemo: “Vuoi che ti trovo un marito perbene”? Scherzi a parte. L'euro è una famiglia e non è detto che l'unica strada sia la sua rottura. Storicamente noi siamo stati un continente litigiosissimo. Se riuscissimo ad avere un accordo sull'energia, sulla difesa, sarebbe bellissimo. La litigiosità ha creato due guerre mondiali e ora purtroppo è in corso un terzo scontro su questioni economico-finanziarie.

### **Il Def presentato martedì scorso almeno per ora sembra prendere per buone le indicazioni del Fiscal Compact. Magari in autunno cambierà. L'intervento ancora non ha dettagli, ma si tratta di sterilizzare clausole di salvaguardia per 20 miliardi.**

Credo che, proprio perché questo è l'anno in cui il fiscal compact potrebbe non essere ratificato, potremmo avere più coraggio. Il ministero ha prodotto un valido documento sugli ampi errori di stima relativamente all'output gap e all'algebra dell'obiettivo di medio termine, che è quella che ci costringe a queste correzioni. Sono dell'avviso che se uno Stato membro ritiene che quell'algebra sia sbagliata, dovrebbe tentare qualcosa in più. Anche perché o noi crediamo che il fiscal compact sia sbagliato, oppure non lo crediamo. Le clausole di salvaguardia oramai occupano il 60% del bilancio. Ogni anno è stato sempre di più, perché ottenevamo dei rinvii. Ma rinviare, con le regole del fiscal compact, non serve. Alla fine non avremo neanche più un bilancio da gestire.

Quali sono i rapporti con l'M5s? «Con qualsiasi forza politica aperta al confronto le mie competenze tecniche sono a disposizione del Paese. Vengo invitato a illustrare questioni tecniche ed economiche dal Pd, dalla sinistra italiana, dal Movimento Cinque Stelle, dalla Lega Nord»

**Il Portogallo è tornato a crescere. Secondo lo speciale che ha fatto la Repubblica, lo si deve al ripudio delle regole del fiscal compact. Dovrebbe farlo anche l'Italia?**

Le situazioni di Italia e Portogallo non sono paragonabili. Secondo me vale il principio che il 2017 è l'anno in cui sei cose, tra l'altro armoniche rispetto ai trattati per i quali ricordo che festeggiamo i 60 anni, vanno fatte. Va sincronizzata la politica fiscale e monetaria in una logica di condivisione dei rischi.

**La bad bank proposta dall'Eba poteva essere una soluzione?**

La soluzione che è stata data dall'Eba era comunque un passo in avanti anche se la condivisione dei rischi era un ospite e non il padrone di casa. Che venga addirittura bocciata quella soluzione non è un bel segnale; si sta proseguendo purtroppo sulla strada della segregazione dei rischi. Spero solo che il fine ultimo di questa segregazione non sia la fine, diciamo consensuale, della nostra area valutaria. A mio avviso, essendoci mille miliardi di Npl nell'Eurozona, ci sono tutti i margini di manovra, come dicevo, per gestire questo problema a livello di una bad bank europea con delle garanzie sovranazionali.

**Se arrivasse una soluzione tipo Troika in Italia, in cui ci venisse detto: finite sotto la nostra tutela ma in cambio le banche si risanano, dovremmo starci?**

Bisogna vedere quale sarà la definizione di Troika. Io credo che la cura greca non faccia bene a nessuno.

**La cura spagnola però ha funzionato.**

La Spagna è stata molto aiutata. Tra fondo Salva Stati e Banca Centrale Europea ha avuto a vario titolo un sostegno di un centinaio di miliardi di euro. Quello è stato un momento in cui i rischi venivano condivisi, così come il primo salvataggio della Grecia, quello che serviva per aiutare le banche francesi e tedesche per scaricare il rischio ellenico che avevano in pancia. Secondo me una Troika, se proprio così la dobbiamo chiamare (io preferirei l'espressione Comitato Strategico), la dovremmo mettere sulla valutazione degli investimenti da tirare fuori dal fiscal compact; questo lo riterrei ragionevole per superare il rischio di moral hazard. Dobbiamo unire gli apparati burocratici per evitare i particolarismi dove purtroppo in Italia non abbiamo dato il meglio di noi a causa del capitalismo di relazione.

**Il rischio Argentina è applicabile all'Italia?**

Il parallelismo non riesco a vederlo. Se l'Italia si comportasse da Stato canaglia, dovesse uscire dall'euro, ridenominare tutto il debito pubblico in lire, avviare contenziosi e tutto il resto ci sarebbe probabilmente uno scenario argentino. Però se uno Stato membro dovesse uscire in una maniera ordinata, rispettando le regole dei mercati e imponendo controlli sui capitali, ridenominando quello che può ridenominare e non quello che non può, se lasciasse la svalutazione o rivalutazione del cambio ai mercati finanziari, insomma per quale motivo dovrebbe essere ritenuto un Paese

canaglia? Sarebbe all'estremo come dire che se la Repubblica Ceca o un altro Paese rompe il regime di cambi fissi diventa uno Stato canaglia. L'Argentina ha fatto un default poco ordinato con modalità operative assolutamente discutibili. E comunque i "paralleli" sono sempre pericolosi. Mutatis mutandis si potrebbe dire che uscire dall'euro sarebbe paragonabile alla svalutazione del 1992 che nel medio-termine non fu certo una brutta esperienza per il nostro Paese.

**La moneta fiscale è una cosa seria o no?**

È un valido strumento per supportare le obiettive difficoltà derivanti dall'uscita dall'area valutaria. Ma con l'area valutaria in piedi la moneta fiscale non può espletare i suoi effetti perché non è in grado di interfacciarsi con l'economia finanziaria del Paese che è interconnessa con l'Eurozona e vede l'industria operare secondo uno schema bancocentrico.

**Lei è stato per un breve periodo assessore al Bilancio del Comune di Roma. Quali sono i suoi attuali rapporti con i Cinque Stelle, visto che è andato alla giornata di ricordo di Casaleggio a Ivrea?**

Con qualsiasi forza politica aperta al confronto le mie competenze tecniche sono a disposizione. Mi ritengo un servitore dello Stato e diversamente da altri che lo dicono non me ne sono mai servito. L'evento di Ivrea era un'interessante occasione di confronto ed era giusto secondo me aderire all'invito.

**C'è chi l'associa ancora al M5s, nel caso andasse al governo.**

Questo l'ho letto anch'io, però sono dell'avviso che il governo debba essere fatto da politici. I tecnici devono fare i tecnici. Un conto sono le posizioni tecniche negli apparati dello Stato, un conto sono le posizioni politiche. È possibile in Italia avere un buon governo fatto da ministri politici?

**Come vede il reddito di cittadinanza?**

La letteratura sul tema è abbastanza chiara: se una banca centrale non ha come obiettivo la piena occupazione, c'è spazio per provvedimenti come il reddito di cittadinanza che poi evidentemente possono assumere varie modalità. Se la banca centrale avesse un obiettivo di piena occupazione, non vedrei francamente simili spazi.