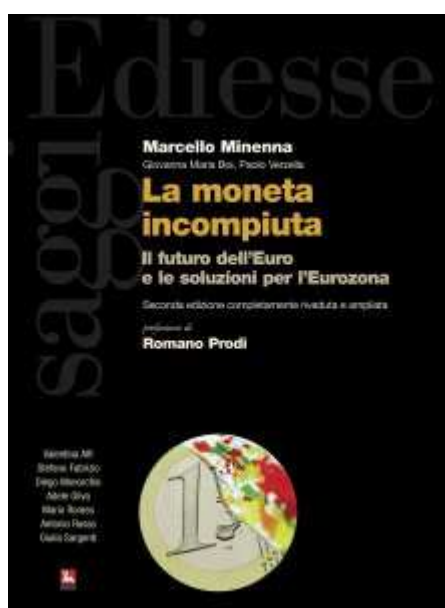


“LA MONETA INCOMPIUTA. IL FUTURO DELL’EURO E LE SOLUZIONI PER L’EUROZONA” DI MARCELLO MINENNA

Professor Minenna, Lei è autore del libro *La moneta incompiuta. Il futuro dell’euro e le soluzioni per l’Eurozona* edito da Ediesse: in che senso possiamo definire l’Euro una «moneta incompiuta»?



Nel 2013, quando è uscito il primo volume de “La Moneta Incompiuta”, parlare di incompletezza dell’Euro era ancora un tabù. Poi nel novembre 2014 lo stesso Mario Draghi ha parlato dell’Euro come di un progetto incompiuto, quindi oramai si tratta di un concetto che è stato ampiamente sdoganato, persino dalla Banca Centrale Europea. In poche parole, aderire alla moneta unica è significato rinunciare alla propria moneta senza un bilancio e un debito pubblico europeo. È stato questo a rendere l’Euro un regime di cambi fissi incompleto.

Storicamente è infatti ben noto dalla letteratura economica degli anni '60 (lo splendido lavoro di Mundell sulle aree valutarie ottimali) che l’Unione Europea non aveva tutti i requisiti tecnici per adottare una moneta unica; per la verità io aggiungerei che ne aveva ben pochi. Per oltre 30 anni fior di economisti e premi Nobel hanno evidenziato con chiarezza per

le economie dei Paesi europei i rischi connessi all’ancorarsi ad un cambio perennemente fisso, rinunciando al contempo al controllo della politica monetaria. Basta richiamare le lungimiranti riflessioni di Caffè negli anni '60 o a quanto sosteneva Luigi Spaventa sulla problematicità di un’entrata nell’euro o alla distaccata analisi di Kaldor del rapporto Werner nel 1971 (cioè del primo progetto di Unione monetaria). È oramai pacifico che la decisione di procedere verso un’area valutaria comune è stata di natura squisitamente politica, e solo ammantata di una giustificazione “tecnica”. Lo stesso Romano Prodi ha affermato che “bisognava partire dalla moneta, perché altrimenti i governi europei erano troppo litigiosi e non avrebbero fatto nulla”.

Sicuramente la moneta unica doveva arrivare dopo una serie di riforme strutturali in grado di armonizzare ampiamente le politiche fiscali dei Paesi membri, cioè nella prospettiva di costruire un sistema minimo di trasferimenti e renderla completa *ab origine*. Non credo che nel contesto politico della guerra fredda fosse possibile.

Quali sono i principali problemi che minano la stabilità dell’Euro?

Senza dubbio, non c’è stata in sede di costituzione dell’unione monetaria un’attenta valutazione dell’impatto di quelle “clausole numeriche”, quali il famigerato rapporto del 60% Debito/PIL e del 3% Deficit/PIL che avrebbero in seguito condizionato fortemente la politica fiscale del governo italiano.

Nel 1992 la media del debito pubblico europeo rispetto al PIL era del 60% (uno dei parametri di Maastricht), ma mediava situazioni assai differenti, come la Germania al 40% o l’Italia al 120%. Il

nostro Paese era dunque “tecnicamente” fuori dai parametri, ma venne comunque ammesso perché la Germania non avrebbe accettato di far competere il proprio sistema industriale contro una lira debole rispetto al futuro Euro.

Allo stesso tempo tutta l'Europa aveva tassi di inflazione consistentemente più alti di quelli tedeschi. In genere quando in un Paese si sperimenta un'inflazione alta, i tassi di interesse tendono ad essere più elevati, altrimenti i capitali migrano verso l'estero per sfuggire all'erosione del valore nominale causata dall'inflazione. La decisione politica di realizzare l'Unione monetaria entro il 1999 mise in moto una convergenza puramente finanziaria (attraverso i c.d. *convergence trades*) dei tassi di interesse dell'Eurozona verso quelli della Germania. I mercati finanziari scommettevano sull'Unione europea. Questo comportò necessariamente delle conseguenze: nei Paesi che avevano subito i maggiori ribassi (Italia, Grecia, Spagna) di tassi di interesse, i differenziali di inflazione restarono elevati ma i capitali non avevano convenienza a migrare verso il resto dell'Eurozona per l'uniformità della struttura a termine dei tassi di interesse. Pertanto ci fu un'enorme spostamento di flussi finanziari verso le attività reali (gli immobili) che erano protetti dal tasso di inflazione; questo *shift* imponente fece impennare i prezzi ed innescò i fenomeni di bolla immobiliare che hanno portato prima forte crescita economica, e poi con l'inevitabile scoppio, devastazione soprattutto in Irlanda e Spagna.

Una maggiore inflazione implica anche una valuta più debole; quasi tutti i Paesi adottando la struttura a termine dei tassi di interesse della Germania, conobbero una rivalutazione sostanziale delle proprie valute. Passando dalla lira all'Euro, l'Italia passò ad una valuta più forte di oltre il 6%, la Spagna del 10%: questo spinse un forte aumento delle importazioni (soprattutto dalla Germania) ed una crescente difficoltà ad esportare. Tutta l'Eurozona dal 1999 andò in deficit commerciale. Solo la Germania, che prima era in deficit passò in forte saldo positivo. Questa situazione è continuata ed anzi si è amplificata anche durante la crisi finanziaria, fino al 2012 perché all'inflazione si è aggiunto lo *spread*.

Infine, il debito privato. Gli operatori del settore privato (imprese, consumatori) di Paesi come Grecia e Portogallo si ritrovarono con un costo del debito tedesco (intorno al 4%) quando fino a pochi anni prima dovevano finanziarsi sui mercati a tassi di interesse anche del 20-30%. Questo comportò un irresistibile incentivo ad indebitarsi che venne assecondato allegramente dalla finanza europea (in special modo francese e tedesca), in cerca di nuovi mercati in cui espandersi. Ad esempio in Grecia, il debito del settore privato conobbe un'imponente espansione, contribuendo alla crescita del PIL ed al “miracolo greco”.

Molte mine dunque erano innescate in Europa fin dal 2007, pronte ad esplodere alla prima occasione.

Tuttavia, non sono le soglie di Maastricht il principale problema che attanaglia l'Unione monetaria. Il principale difetto dell'Euro sta nell'impossibilità di riequilibrio dei flussi commerciali e finanziari tra i vari Paesi membri, a causa del cambio fisso tra le vecchie valute.

Si considerino l'Italia e la Germania nel contesto pre-euro. Se per cause esogene (un aumento della produttività o dell'inflazione in uno dei due Paesi) la Germania dovesse esportare di più verso l'Italia o importare meno, si produrrebbe un surplus delle partite correnti. La presenza di questo surplus causerebbe un aumento della domanda di marchi tedeschi sul mercato valutario e questo aumenterebbe il prezzo relativo del marco rispetto alla lira. Il marco cioè si rivaluterebbe, rendendo le esportazioni verso l'Italia più difficoltose e le importazioni più convenienti, eliminando dunque le determinanti del surplus delle partite correnti. Il sistema tende dunque a stabilizzarsi automaticamente, eliminando gli squilibri commerciali e finanziari con l'estero. Se il cambio tra le due valute è fissato invece, questo riequilibrio non è possibile; il marco tedesco non può rivalutarsi

e gli squilibri non vengono corretti ma si accumulano nel tempo. La crescita del surplus commerciale della Germania verso l'Italia deve essere finanziata in qualche modo e questo comporta necessariamente un aumento del debito privato degli operatori finanziari italiani verso il sistema bancario tedesco.

L'impossibilità di riequilibrio dei flussi finanziari e commerciali era anche una caratteristica dell'accordo valutario di Bretton Woods, che saltò nel 1971 per l'accumulo da parte degli USA di enormi deficit commerciali nei confronti di Europa e Giappone. Keynes era perfettamente consapevole di questo difetto del sistema monetario internazionale e già nel 1944 (!) propose l'inserimento all'interno dell'accordo della c.d. "clausola della valuta scarsa", che attribuiva ai Paesi in deficit persistente (nel nostro esempio, l'Italia) il diritto di adottare pratiche protezionistiche (i.e. dazi doganali) nei confronti dei Paesi in surplus (nel nostro esempio, la Germania) che non cooperassero al fine di un contenimento degli squilibri. Una maggiore consapevolezza del funzionamento del sistema monetario europeo avrebbe potuto spingere i nostri governi verso l'inserimento di una clausola di salvaguardia che potesse ottenere effetti simili, pur all'interno della cornice del libero movimento di merci e capitali stabilita dai Trattati.

Un «altro Euro» è possibile? Se, sì, su quali presupposti?

A trattati invariati vi sono diverse soluzioni. E questo perché nei trattati, tra le righe, c'è il principio della condivisione dei rischi: "sviluppo armonico", "convergenza dei cicli economici", sono termini che non lasciano dubbi interpretativi. È evidente che i padri fondatori avevano in mente un'Europa con rischi condivisi (il *risk-sharing*).

Il *risk-sharing* è un concetto a dire il vero piuttosto banale: un'unione monetaria può avere una chance di funzionare solo attraverso una piena condivisione dei rischi, sia in ambito finanziario che sul piano delle politiche per la crescita e l'occupazione. Questo implica necessariamente la creazione di un bilancio federale europeo, la mutualizzazione del debito pubblico a livello comunitario, trasferimenti fiscali tra Paesi *core* e periferici e l'istituzione di una garanzia europea sui depositi bancari.

Da questa impostazione si distaccano poi le proposte ancillari: l'idea di uno schema comunitario di assicurazione contro la disoccupazione, alla garanzia unica sui depositi fino al principio di una più rigida applicazione delle procedure di infrazione nei confronti dei Paesi in surplus commerciale. Il *risk-sharing* investe in senso ampio sia la politica fiscale che quella monetaria; è necessaria una revisione critica di molte regole nella prospettiva di una maggiore mutualizzazione dei rischi. In ogni iniziativa, il *risk-sharing* rimane l'elemento imprescindibile di un credibile percorso di integrazione. Una garanzia comune per il neonato Fondo unico di risoluzione bancaria sarebbe l'obiettivo più immediato ed a portata di mano, dato che il Fondo potrebbe trovarsi a non avere le risorse necessarie per gestire le crisi. Ipotesi non campata in aria, se si considera che alcuni analisti hanno stimato che sarebbero serviti fino a 100 miliardi per affrontare la crisi del 2008.

Pare altresì strano che il Fondo Monetario Internazionale, storicamente arroccato su posizioni neo-liberiste ortodosse nelle sue ultime prese di posizioni ufficiali ha ribadito la necessità di sfruttare quanta più flessibilità (il *fiscal space*) sia possibile, evidenziando come i Paesi più bisognosi di un'espansione fiscale siano quelli più indebitati e con meno malleva. Da qui la necessità di un "supporto centralizzato con funzione stabilizzatrice", un eufemismo per affrontare il tema tabù degli *Eurobond* e di un bilancio federale da utilizzare in senso anticiclico.

In che modo sarebbe necessario procedere al «completamento» dell'Euro?

È necessario comunque mettere mano all'architettura dell'euro, facendo leva sui principi generali dei trattati. Ad esempio, ecco alcune idee – non esaustive – che spingano verso un'applicazione via via più estesa del principio di condivisione dei rischi.

No spread dichiarazione della BCE circa un utilizzo originale dello scudo anti-spread con una sua attivazione con obiettivo 0 spread a 12 mesi. Le Banche non si opporranno mai ad una decisione forte della banca centrale, sarebbe come andare al casinò e cercare di vincere con la strategia del raddoppio della puntata.

Chiudere il Quantitative Easing (QE) con una soluzione *risk-shared*. Guardi il QE è un provvedimento privo della condivisione dei rischi; la BCE dà soldi alle banche centrali nazionali per acquistare i titoli del proprio Stato di residenza. Ciò però segrega i rischi-paese nei Paesi medesimi. Questa, purtroppo, è l'antitesi di un'area valutaria che condivide i rischi. Si può tentare di mettere una toppa a questo errore genetico, chiudendo il QE, non vendendo i titoli sul mercato, ma facendo tornare i titoli alla BCE stessa che così estinguerebbe questi prestiti, riportando ordine all'interno dell'eurozona.

Il saldo Target2, per dire, ovvero il saldo che regola i pagamenti tra le banche, oggi è fuori controllo proprio per questa architettura del QE. Mentre dovrebbe essere nullo, la Germania ha un credito positivo che supera i 700 miliardi verso Italia e Spagna. Se il QE si chiudesse così, il saldo Target2 in grande misura rientrerebbe, confermando il problema strutturale del QE stesso che alla fine ha sì ridotto i tassi e ridimensionato lo *spread*, ma relativamente a quest'ultimo, a ben vedere, la riduzione è da ricondursi fondamentalmente all'azzeramento dell'inflazione. Se si analizzano i tassi nominali, reali e lo *spread*, ci si accorge infatti che per l'Italia il 2016 non è stato poi così meglio del 2011, il nostro *annus horribilis*.

Fiscal Compact è inammissibile che gran parte degli investimenti vengano considerati improduttivi. È la violazione di una regola aurea: gli investimenti che si ripagano da sé devono uscire dai vincoli di bilancio.

Se si legge l'articolato del Fiscal Compact si enuncia chiaramente come sia un provvedimento anti-ciclico, mentre l'analisi dell'allegato, quello che contiene l'algebra di questo accordo tra gli Stati membri, mostra che, in alcune circostanze, come la prolungata recessione che l'economia nazionale ha subito nel 2012-2014, diventa pro-ciclico.

Interventi per affrontare il Credit Crunch e il tema dei crediti deteriorati.

Questi ultimi ammontano a circa mille miliardi nell'Eurozona e 300 miliardi solo in Italia, un numero importante, considerata la dimensione del nostro sistema bancario. Su questo tema possono essere ipotizzate anche soluzioni nazionali: ad esempio, perché se un credito è stato svalutato dalla Banca non si allinea la contabilità dell'impresa debitrice a questo nuovo valore? In fondo la collettività ha già pagato: 1) quando l'impresa va in crisi, con un mancato gettito, 2) quando la banca svaluta, di fatto matura un credito di imposta. Insomma quel deterioramento del credito e del rapporto banca-impresa, la collettività lo ha già pagato in termini di mancato gettito.

Non è un caso che questa crisi non sia stata contrastata da manovre espansive e che ancora tiriamo la cinghia. Perché? Oltre 100 miliardi di gettito sono venuti a mancare, solo per la questione dei crediti deteriorati.

Implementiamo quindi quello che io ho chiamato "il salva imprese" cioè, si svaluti il credito nel bilancio bancario e *ceteris paribus* anche quello dell'impresa. Soprattutto se si considera che la metà dei valori di questi crediti deteriorati sono interessi fino al 2014 peraltro anche anatocistici. Quindi si tratta di eliminare gli interessi maturati durante la crisi e svalutare di poco il valore nominale, sincronizzando i bilanci di banca ed impresa. Inoltre su questi crediti, si applicherebbe

una garanzia di Stato a costi di mercato: in tal modo dalla Centrale dei Rischi l'impresa registrata come "cattivo pagatore", scomparirebbe, il credito deteriorato diventerebbe una sorta di BTP sintetico e magari cartolarizzato e venduto agli investitori *retail*, riaprendo così il credito all'impresa.

Questo provvedimento potrebbe portare ottimi risultati. Basti pensare che negli ultimi anni 45.000 imprese sono fallite. Molte di queste con un po' di credito non sarebbero fallite o sarebbero fuori dalle procedure concorsuali. Insomma, si tratta di una questione che potrebbe rimettere in moto il rapporto banca-impresa, che in uno sistema banco-centrico, è lo snodo. Nel secondo dopoguerra è stata d'altronde la fortuna del nostro Paese portare l'Italia e la sua industria manifatturiera ad avere un ruolo centrale in Europa.

Quale futuro, a Suo avviso, per l'Euro?

Che una reale condivisione dei rischi non piaccia all'euro-nomenclatura è acclarato: in passato qualsiasi richiamo è stato evitato sempre come la peste nelle dichiarazioni ufficiali franco-tedesche e dell'euro-burocrazia. Lo stesso Mario Draghi si è limitato a definirla "non fondamentale" ed infatti tutta l'impalcatura del *Quantitative Easing* è stata costruita sull'idea che ogni Paese si tiene i rischi dei titoli governativi in casa propria, in ossequio alla visione ultraortodossa della *Bundesbank* (BUBA).

Vale la pena ricordare come sia stata proprio la strenua opposizione da parte dell'ala oltranzista della *Bundesbank* all'implementazione del meccanismo unico di assicurazione dei depositi e ad una garanzia comune per il Fondo unico di risoluzione bancaria che ha portato il sistema bancario europeo sull'orlo di una crisi che va oltre i semplici problemi di liquidità. L'assenza di una "gestione centralizzata" della domanda (nel gergo del FMI: un bilancio condiviso) ha aggravato la situazione di scarsa crescita del PIL e di basso livello degli investimenti. Nonostante l'evidenza controfattuale sia schiacciante, fino ad ora lo *story-telling* ufficiale delle istituzioni europee ha continuato a spingere sulle stesse corde: la necessità promuovere le "riforme strutturali" dal lato dell'offerta e di rispettare ad ogni costo lo schema contabile del "*Fiscal Compact*". Una posizione granitica, evidenziata dalla grammatica dei discorsi di Mario Draghi, quasi tutti sovrapponibili alla lettera su questi temi.

Ma se non c'è equa ripartizione dei rischi, su cosa si fonda il processo di integrazione che Bruxelles sta cercando di rilanciare? In fondo anche l'asse franco-tedesco sta spingendo verso l'Unione Bancaria, un budget unico, il super-ministero delle Finanze ed una più fitta armonizzazione in tema di imposizione fiscale. Si tratta a ben vedere di un'integrazione "per sottrazione", tesa inesorabilmente alla sottrazione di poteri e competenze dalle autorità nazionali verso organismi sovranazionali e non rappresentativi, tramite "riforme strutturali". Non a caso uno dei sogni proibiti di Schäuble era un'agenzia europea di supervisione dei bilanci pubblici che avesse poteri diretti nei confronti dei governi e fosse svincolata dalle influenze della politica: purtroppo per lui l'istituendo "*European Fiscal Board*" si limiterà invece a soli poteri consultivi sotto il controllo della Commissione Europea.

L'ostilità verso la mutualizzazione dei rischi è divenuta poi esplicita su temi più sensibili: il divieto verso la garanzia unica per i depositi, o il trattamento contabile dei titoli di Stato dove lo stesso Presidente del meccanismo di supervisione unico Danièle Nouy auspica una discriminazione dei titoli più "rischiosi" (cioè i BTP). Tradotto in cifre da un lavoro di Mediobanca del 2016, questo corrisponderebbe ad almeno 5 miliardi di € di capitalizzazione aggiuntiva per le nostre malridotte banche. Spicca infine per adamantina coerenza la "riforma" proposta dal Presidente BUBA Weidmann che vorrebbe la ristrutturazione automatica dei titoli di Stato dei Paesi in difficoltà: un *bail-in* sul debito governativo insomma, dove pagano gli investitori e non il Fondo Salva-Stati. A che serva in quel caso un Fondo Salva-Stati che non salva i governi vale la pena chiederselo.

Il progetto “più Europa” che la Commissione Europea sta cercando di rilanciare prevede dunque riforme volte a consolidare lo status-quo, cioè un’Unione monetaria a trazione tedesca che trasferisce in maniera molto efficiente risorse economiche dalla Periferia al centro: bisogna che tutto cambi perché tutto rimanga com’è. Ironicamente, questo dovrebbe avvenire in ossequio ai principi generali della *shock economy* che hanno imposto nei Paesi periferici tagli alla spesa pubblica, alle pensioni ed al livello delle retribuzioni per il “bene” dell’unione monetaria (ce lo chiede l’Europa).

Bisognerebbe essere consapevoli del vicolo cieco in cui si stanno cacciando le istituzioni: le riforme che Commissione, Eurogruppo e BCE auspicano non salveranno l’Euro. Euro e *risk sharing* sono facce della stessa medaglia: senza condivisione dei rischi ci aspettano altre crisi, inevitabilmente uguali alle precedenti. Una più violenta delle altre potrebbe portare alla rottura (*break-up*) della moneta unica o all’uscita unilaterale di qualche grande economia.

Abbandonare l’Euro una scelta che ha parecchi costi, per via del fatto che non è stata prevista nei Trattati una *way-out* ordinata dal progetto. Quando si parla dunque di possibile caos a seguito dell’abbandono della moneta unica, con mercati in subbuglio, impossibilità da parte del governo di accedere ai mercati internazionali dei capitali, gravi ripercussioni sulla credibilità del Paese, rischio di parziale interruzione del commercio con l’estero, i rischi nel breve termine sono reali e tangibili.

Per quanto riguarda il medio-lungo periodo, c’è da discutere: c’è chi ritiene che la svalutazione della nuova lira che inevitabilmente seguirebbe, otterrebbe solo il risultato di dimezzare la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, far crescere l’inflazione e mandare in quasi default il sistema bancario in quanto il debito pubblico è stato nazionalizzato e quindi una sua ristrutturazione abbatterebbe il valore degli attivi delle banche. Una quota crescente di economisti sostiene invece che il recupero della sovranità monetaria permetterebbe di ammortizzare questi problemi, mentre l’industria nazionale potrebbe recuperare spazi rispetto alla domanda interna ed estera, rilanciando finalmente con decisione il PIL.

Di sicuro, i costi di un’uscita dall’Euro vanno valutati comparativamente con i costi che derivano dal rimanere nell’Euro a queste condizioni. Dal 2011 in poi, questi sono cresciuti a dismisura e saranno ulteriormente in crescita, se il governo deciderà di rispettare le assurde condizioni del Fiscal Compact come sembra.