

### Filippo Cavazzuti

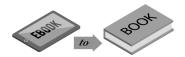
# Col senno di poi...

Prediche inutili tra parlamenti, governi, banche e imprese?



Raccolta di articoli pubblicati su Firstonline (2011-2020)





L'ebook è molto di + Seguici su facebook, twitter, medium



© 2020 goWare Via delle Panche 81 – 50141 Firenze www.goware-apps.com e-mail: info@goware-apps.it

© 2020 Firstonline Via Ovidio, 20 – 00193 – Roma https://www.firstonline.info/ info@firstonline.info

ISBN: 978-88-3363-440-1

Copertina: Gianluca Cioni

Gli articoli sono tratti dal quotidiano Firstonline

In copertina: David Alfaro Siqueiros, Ritratto della borghesia, 1939,

Città del Messico, Sindacato degli elettricisti (particolare)

goWare è una start-up fiorentina di nuova editoria

Fateci avere i vostri commenti a: info@goware-apps.it Blogger e giornalisti possono richiedere una copia saggio ad Alice Mazzoni: alice@thesis.it



#### Recovery: se le riforme non precedono, i soldi ue non seguono

25 Settembre 2020

Senza la modifica di svariate leggi in vigore e la relativa approvazione parlamentare è impossibile realizzare le riforme annunciate dal Governo nelle "Linee guida" e propedeutiche all'arrivo dei fondi europei ma non sarà una passeggiata — Ci vorrebbe una Commissione di tecnici per individuare subito le normative da cambiare

Esaurita la fase delle politicamente facili promesse elettorali su come spendere i fondi UE, ora si apre la fase più ardua che riguarda la volontà riformatrice e la capacità politica della coalizione di governo che deve transitare nelle aule parlamentari per l'approvazione. Sarà un lavoro impegnativo dato che molte delle riforme annunciate nei diversi capitoli delle Linee guida postulano, come ovvio, la modifica di svariate ed importanti leggi in vigore, oltre alla legge elettorale egualmente impegnativa.

Stupisce quindi che nel IV capitolo delle *Linee guida*, dall'impegnativo e promettente titolo *Politiche e riforme di supporto* (pp. 24-35), il piatto forte siano le politiche mentre le riforme ne sono soltanto il contorno. Non a caso dunque nelle "Linee guida" altrettanto stupisce che non venga indicata alcuna legge civile, penale o amministrativa che sia ancora oggi vigente da cassare interamente o rivedere ed emendare e correggere, seppure a pag.33 si ipotizza la revisione del diritto penale, di quello civile e di quello societario, tanto per esemplificare. Invece, le riforme legislative dovrebbero costituire il piatto forte da presentare alla UE per rendere credibili i *progetti di spesa da finanziare con i fondi della stessa UE*. In altre parole, se le riforme legislative regolamentari non precedono, i soldi UE non arrivano.

Sarebbe dunque opportuno avviare fin da subito la ricerca delle normative da emendare per rendere attuabili le proposte di spesa. A questo fine, una agile e poco numerosa commissione parlamentare potrebbe iniziare i lavori, eventualmente assistita da una altrettanto agile commissione di tecnici di ogni settore professionalmente capaci di muoversi nell'intreccio delle più diverse legislazioni.

Ad esempio, si prenda *il caso della pubblica amministrazione* del ruolo centrale assegnatole nelle *Linee guida*. È noto a tutti coloro che

hanno avuto a che fare per l'ottenimento dei fondi pubblici, che da sempre si deve percorrere un percorso sempre incidentato dal rispetto e dall'intreccio delle norme di tutti gli ordinamenti giuridici, amministrativi, penali e civili, insieme a quelli esercitati dalla giustizia penale ed amministrativa come il TAR il Consiglio di Stato e la Corte dei conti. Ne deriva un labirinto normativo e istituzionale oggi sempre più strenuamente difeso dalle rispettive corporazioni entro i confini incerti tra politica e amministrazione.

Oggi si è molto ipotizzato sugli effetti positivi potenzialmente derivanti dalla nuova domanda aggregata creata dalla spesa dei fondi UE: finanziata con *nuovo debito da restituire per 170 miliardi* di euro e da grants per circa 70 miliardi. I primi transiteranno per i bilanci delle Amministrazioni pubbliche, i secondi ragionevolmente per la sola tesoreria del Ministero del tesoro. Nel totale si tratta di circa 210 miliardi di euro con rate annuali di circa 70 miliardi. È un ammontare di spesa pubblica che corrisponde all'incirca al +8-9% del totale della spesa annua delle AP (870 mld); a circa due volte la sola spesa delle AP per investimenti fissi lordi (40 mld nel 2019).e a 2 volte l'intera spesa in conto capitale (60 mld).

La pubblica amministrazione sarà in grado di offrire e dimostrare che dispone di una tale potenza di fuoco per ottenere i fondi UE? A tal fine innovando radicalmente rispetto al passato, e ci racconta il passato, occorrerà associare ad ogni progetto l'elenco delle nuove procedure, delle nuove normative che rendano credibili la realizzabilità nei tempi concordati di esecuzione degli stessi. Sarebbe dunque ora di fare evaporare la nebbia politica che circonda le svariate proposte di riforma, in vista del dibattito politico e parlamentare che deve accompagnare siffatta evaporazione. Una volta si chiamavano riforme a costo zero, al fine di sottacere che si trattava come oggi di riforme a elevati rischi di natura politica e non tecnica, come purtroppo lasciano immaginare in trasluce le Linee guida.

#### Il taglio dei parlamentari e l'Incompiuta di Schubert

4 Settembre 2020

I sostenitori del SI al referendum sostengono che questa riforma sarebbe solo il primo passo di una modifica più complessiva della Costituzione: se così fosse, l'operazione sarebbe certamente destinata a rimanere incompiuta, come la più tragica delle sinfonie di Schubert.

Molti sostenitori del sì al prossimo referendum costituzionale per il taglio lineare del numero dei parlamentari, compresi prestigiosi costituzionalisti in precedenza ferrati sostenitori del NO alla modifica della più bella Costituzione del mondo, argomentano che questo sì rappresenterebbe il primo importante passo per la riforma più complessiva della nostra Costituzione.

Sarebbe dunque una riforma incompiuta in attesa di un'azione futura o futuribile più marcatamente riformatrice. Tradotto in termini musicali, con il sì al referendum si starebbe scrivendo una nuova partitura di una nuova sinfonia pari alla sinfonia n. 8 in sì minore D 759, comunemente detta *Incompiuta*: una delle sinfonie più note di Franz Schubert, ma anche una delle più tragiche.

Che il primo sì alla riforma più complessiva della nostra Costituzione rimanga un'opera tragicamente incompiuta appare quasi certo, dati i permanenti conflitti interni all'attuale maggioranza, cementata dalla sola paura delle urne.

Per non parlare della *indimostrata e indimostrabile affermazione* dei sodali dei grillini, *per cui minore è il numero dei parlamentari maggiore diviene l'efficienza del loro lavoro*.

Non soltanto i sodali dei grillini non precisano quale indicatore abbiano assunto per misurare l'efficienza dei lavori parlamentari, ma manifestano soprattutto un approccio culturale e politico squisitamente ideologico e di natura soltanto efficientistica, che paragona il Parlamento a un'azienda, per cui potrebbe non essere sufficiente il ridotto numero dei parlamentari atteso dalla tragica sinfonia dei sì, che potrebbe condurre al solo uomo al comando vagheggiato da molti.

## Commercio, il dopo pandemia pensionerà i decreti Bersani?

10 Agosto 2020

Il dopo Coronavirus e lo sviluppo dell'e-commerce manderanno in archivio la liberalizzazione dei negozi al dettaglio introdotta dai decreti Bersani negli anni Novanta e riporteranno in auge le licenze dei sindaci? Il problema è aperto.

Molti sono i commentatori che correttamente sostengono che *il do- po pandemia non sarà più eguale al passato* sia nei rapporti sociali,
sia negli assetti economici; che occorre predisporre le più adeguate
riforme per potere usufruire dei fondi del Recovery fund; che occorrono progetti idonei a rispettare le condizioni (oggi è di moda il
trucco verbale di trasformare le condizioni in condizionalità, frutto
di un machiavellismo tanto incolto quanto esilarante).

Ma la voglia dei soldi ha oscurato ogni ipotesi di riforma a costo zero, poco spendibile per i sondaggi del domani. Ad esempio, sindaci e presidenti di regione (autodefinitisi Governatori) continuano a sollecitare a gran voce al governo di *non essere esclusi dalla spesa dei fondi europei*, ma nessuno di essi indica le riforme e i progetti per le loro città e regioni necessari per poter partecipare all'agognato finanziamento UE.

Ad esempio, ha dichiarato il presidente dell'Anci, Antonio Decaro, che si tratta di "un'opera gigantesca per la quale possiamo e vogliamo fare la nostra parte", ma senza nulla aggiungere per la sopravvivenza dei negozi per il commercio al dettaglio e delle loro famiglie urbane esercenti. Così ragionando, ancora non si riflette sulle mutazioni delle città avvenute alla fine degli anni Novanta dell'altro secolo e sul loro permanere nel dopo pandemia.

Correva infatti la fine degli anni Novanta dell'altro secolo e nell'annuario statistico dell'Istat per l'anno 1998 si leggeva che "la *rete commerciale italiana al dettaglio* è stata interessata negli anni novanta da profonde modifiche al suo interno originate sia da una richiesta di nuovi e diversi servizi distributivi sia da una nuova legislazione su settore meno vincolistica della precedente" (p. 405).

Il riferimento alla nuova legislazione riguarda i decreti Bersani che liberalizzarono il commercio al dettaglio privando le amministrazioni comunali di quasi ogni potere per il governo dei loro territori cittadini. Infatti, il cosiddetto decreto Bersani riformò radicalmente il settore del commercio. Fu un passaggio che, in omaggio al mercato, favorì la liberalizzazione del settore.

In sostanza *sparirono le licenze* per gli esercizi fino a 250 mq. di superficie.

#### 4. Recovery Fund, quali riforme per l'innovazione?

27 Luglio 2020

Il Recovery Fund richiede radicali riforme per concedere i fondi promessi ma quali siano quelle immaginate dal Governo per l'innovazione nessuno lo sa — Anche perché una politica per l'innovazione senza affrontare la riforma della burocrazia ministeriale e sindacale è puro vaniloquio.

Usi a vestire con le parole il nulla, ma incapaci di uscire dal surreale dibattito MES si o MES no, e pronti invece ad accapigliarsi in una partita verbale a rubamazzo, sullo spendere i fondi attesi dal Next Generation UE (NGUE), si trascura il "come" ottenerli con *le radicali riforme richieste dallo stesso NGUE*. Ad esempio, la mai quantificata promessa e fondamentale politica del governo italiano per l'innovazione, la ricerca scientifica e la digitalizzazione per il rilancio dell'economia italiana, non pare tenere conto dei vincoli finanziari posti nel NGUE (p. 16, Parte II, *Le spese*), ove si indicano l'ammontare dei fondi disponibili per i diversi progetti nazionali (a prezzi 2018), per gli anni 2021 2027.

Cioè circa 19 miliardi di euro per ogni anno considerato. Quali riforme intendono proporre i nostri garruli ministri capeggiati dall'altrettanto garrulo presidente Conte, per ottenere i fondi per l'innovazione? Sfugge al momento nel dibattito solo verbale, la più che imprescindibile connessione tra riforma della pubblica amministrazione e la politica per l'innovazione e per la ricerca scientifica e l'Università. *Quest'ultima per ora è stata espunta da ogni considerazione*, forse in omaggio alla permanente e pervicace autolegittimazione della casta grillina (ma anticasta altrui) sempre anti meritocratica, "uno vale uno".

Sono parole che vestono il nulla quelle che propongono la politica per l'innovazione senza affrontare la riforma della burocrazia ministeriale e sindacale che nei decenni hanno *sempre avvilito e condizionato negativamente* la vita di ricerca e di didattica delle Università italiane, con palese violazione della costituzione italiana che sancisce che (art. 33), "L'arte e la scienza sono libere e libero ne è l'insegnamento.

La Repubblica detta le norme generali sull'istruzione ed istituisce scuole statali per tutti gli ordini e gradi". Ne dovrebbe conseguire che al governo non potrebbe essere consentito di emettere circolari per governare e condizionare la vita degli atenei. A questi dovrebbe essere garantita, entro le sole leggi, ogni autonomia statutaria per la propria organizzazione scientifica e didattica, favorendo ogni auspicata competizione tra le diverse sedi accademiche che ne rifletta *il merito scientifico e didattico di ogni ateneo* nei confronti degli altri.

È il presupposto per il rispetto dell'altro fondamentale articolo 97 della Costituzione per cui anche nel caso degli atenei italiani si accede per concorso pubblico e si progredisce nella carriera solo e soltanto per concorso pubblico. Si tratta delle più ovvie regole che possono favorire la futura selezione meritocratica della classe dirigente pubblica e privata.

Il *NGUE richiede riforme per ottenere i fondi*. Avrà il coraggio il garrulo presidente Conte che per rilanciare durevolmente l'economia italiana e farla uscire dalla stagnazione secolare occorre riconoscere alle scuole di ogni ordine e grado la necessaria autonomia per perseguire l'abitudine alla più efficace preparazione meritocratica in vista della selezione delle future classi dirigenti politiche, pubbliche o private che siano.

#### Autostrade, una public company piena di incognite

17 Luglio 2020

Chi affiancherà la CDP nel capitale di Autostrade se la riduzione delle tariffe ne limiterà la redditività? Il rischio che alla fine paghino i contribuenti non è peregrino, così come l'intervento dello Stato in Alitalia non è un buon viatico per Autostrade.

Secondo le informazioni sull'accordo Governo Benetton, alla fine del lungo processo che si sta per avviare, la rete autostradale di ASPI, all'insegna della sua invocata italianità, sarà governata dalla *Cassa Depositi e Prestiti con una quota del capitale sociale non inferiore al 30,01%* per non correre il rischio di una OPA ostile. L'ipotetico scalatore dovrebbe infatti lanciare una OPA sull'intero capitale sociale, con un esborso finanziario assai rilevante.

A meno che non torni in auge il modello sperimentato, in omaggio alla italianità, nel 1999 da Massimo D'Alema (allora Presidente del Consiglio) e dai famosi capitani coraggiosi guidati da Colaninno che scalarono Telecom soltanto con debito fornito dalle banche, che poi si riversò nel bilancio della stessa Telecom che non resse a lungo a siffatto indebitamento. Fu un coinvolgimento dei cosiddetti poteri forti che oggi godono della permanente ostilità dei grillini, di una parte del PD (si vedano le recenti dichiarazioni di Bettini, uomo forte del PD romano), e per assonanza politica anche da parte del Presidente Conte.

Oggi il modello proposto è quello della public company resuscitato dagli anni novanta quando si cominciò a discutere dei modelli di governance per le imprese pubbliche che i governi intendevano privatizzare. Oggi, nel caso di Autostrade, per raggiungere un tale obiettivo sembra di capire che sarà la progressiva diluizione della quota del capitale sociale posseduto da Benetton. Ma per giungere alla public company ci si deve fin da oggi domandare chi saranno i sottoscrittori del capitale sociale, con esclusione della quota detenuta dalla CDP. Si vocifera che saranno i risparmiatori italiani a sottoscrivere tali azioni, potendo così sostenere che Autostrade è stata restituita al popolo italiano, ancorché limitato a quella parte del popolo che dispone di risparmio sufficiente per diversificare il proprio portafoglio titoli e la propria ricchezza finanziaria.

Ovviamente il tutto dipenderà da quali rendimenti sul mercato finanziario saranno offerti ai potenziali sottoscrittori. Obiettivo assai arduo da raggiungere se si afferma che la nuova società quotata dovrà anche avere la missione di tenere basse le tariffe, di non indebitarsi oltre certi limiti per il finanziamento degli investimenti, lasciando alle gettito tariffario il ruolo di finanziatore della manutenzione ordinaria delle autostrade.

Ma non si dimentichi che il modello della public company suggerisce anche la partecipazione al capitale sociale di fondi di investimento, al fine di favorire la stabilità dell'azionariato (poteri forti nella vulgata italiana), che di norma partecipano al CDA con i cosiddetti amministratori indipendenti che potenzialmente dovrebbero tutelare anche gli azionisti di minoranza.

E se i poteri forti non si presteranno alla sottoscrizione delle azioni provenienti dalla diluizione, *l*a sottoscrizione delle azioni da parte del pubblico dipenderà soltanto dalla combinazione di rischio e dal rendimento dei titoli quotati. *Altrimenti lo stato tornerà a svolgere il ruolo non encomiabile precedente alle privatizzazioni*.

E così sarà la collettività nel suo complesso a sostenere con le imposte le autostrade. Così come nel caso di Alitalia. Alla compagnia aerea con vessillo italiano sarà affiancata con analogo vessillo la compagnia autostradale.

#### Il MES e la comica battuta del furbetto di Palazzo Chigi

11 Luglio 2020

Semplicemente risibile l'argomentazione del premier Conte secondo cui l'Italia non può essere la prima ad attingere ai fondi del MES per rafforzare il sistema sanitario – Ma tutto il dibattito italiano sui fondi europei è desolante.

"A quelli che vogliono rovinare gli dei tolgono prima la ragione". Torna alla mente questo antico ricordo a chi persevera ad interessarsi, con un pizzico di masochismo, alle recite di politica economica e finanziaria messe in scena nel teatro allestito dal presidente Conte (furbetto di Palazzo Chigi) con la volenterosa collaborazione dei comprimari di maggioranza ed opposizione. Tutti questi terrorizzati dall'esprimere ogni fermo dissenso o distinguo che possa causare la crisi di governo e il conseguente turno di elezioni anticipate prima del semestre bianco che non consente al Presidente della Repubblica di sciogliere le Camere. Tutti questi comprimari sono stati colpiti dagli Dei che hanno tolto loro la ragione.

Ne è un esempio di ogni sragionevolezza il never ending dibattito sul MES tra chi sragiona fuori tempo massimo sul ritorno della troika e chi vorrebbe che i fondi europei fossero erogati non soltanto senza condizioni, ma anche senza alcun controllo sull'uso degli stessi. Per non ricordare la comica battuta del presidente Conte che sul ricorso al MES ha dichiarato che l'Italia non può essere la prima, parafrasando, senza alcuna ragione, il famoso titolo "vai avanti tu che a me scappa da ridere".

È un dibattito che se dovesse proseguire con tanta sragionevolezza anche nei prossimi mesi, accadrà inevitabilmente che l'Italia non godrà se non di pochi spiccioli dell'ingente finanziamento che la UE si appresta ad approvare per la ripresa economica dell'Europa.

Poiché la UE non è babbo Natale per alcuni paesi né Santa Claus per altri, già dalle prime informazioni si capisce che giustamente i fondi per il rilancio dell'economia europea saranno condizionati da sacrosante condizioni; tra queste non possono essere omesse la presentazione di progetti condivisi e tecnicamente validi e comprensibili; la più che ragionevole corresponsione per tranche dei fondi, con verifica tecnica dello stato e dei tempi dell'esecuzione dell'opera, e così via come si impone con assoluta e auspicabile ragionevolezza ad ogni responsabile finanziatore.

#### 7. Governo, sindacati, imprese: quali sono le priorità per il rilancio?

2 Giugno 2020

Per non dissipare le ingenti risorse che arrivano dall'Europa bisogna avere il coraggio di individuare le priorità del rilancio economico accantonando l'illusione di accontentare tutti.

"Pochi, maledetti e subito": il motto pare purtroppo sottostare alle innumerevoli proposte di come e dove utilizzare i fondi UE, sanità compresa. Il che si pone in evidente e totale contraddizione con l'urgenza di avviare un ragionamento sulle priorità e sulle scelte degli interventi di politica economica e industriale che dovrebbero essere adottati per il rilancio di una economia in stagnazione secolare e che, dopo la pandemia, non potrà più essere quella di prima. Si auspica un nuovo ruolo dello Stato, sottacendo che ciò comporta una (politicamente dolorosa) revisione dei bilanci delle pubbliche amministrazioni, ma si tace anche che questo non è l'unico attore che deve innovare la sua parte in campo sociale ed economico.

Con la premessa che *la pandemia aumenterà in modo inaccettabile le diseguaglianze economiche e sociali*, si assiste quotidianamente a un gran vociare di richieste sul come utilizzare i cospicui fondi messi a disposizione dalla Unione Europea. L'elenco delle richieste di impegno dei fondi UE, di norma del tutto indifferenziate quanto ai tempi di progettazione e realizzazione, è una *never ending story*. Indicazioni di spesa avanzate non soltanto da Governo, Sindacati e Confindustria, ma anche dal vociare delle più fantasiose task force di cui si sono dotate molti enti pubblici e privatile in difesa dei propri cittadini e associati.

Si tace sulle dimensioni e sui tempi di ogni intervento proposto, ma si chiede l'immediata erogazione di liquidità per le imprese in crisi, frutto dell'esigenza illusoria di accontentare tutti e subito. È la premessa politica culturale per la dissipazione in mille rivoli dei fondi che saranno messi a disposizione anche dal bilancio pubblico italiano per uscire dalla crisi sociale ed economica generata dalla pandemia.

E così, ma senza la pretesa di essere esaustivi, si va dagli investimenti nelle infrastrutture, nella sanità, nella innovazione e nella ricerca, nelle politiche per la sostenibilità sociale e ambientale, nelle politiche attive per il lavoro; ma senza dimenticare l'urgenza di sviluppare e potenziare il nuovo capitale umano, le reti digitali e la rete dei trasporti su gomma e ferro, il risanamento delle periferie urbane, il nuovo ruolo delle imprese pubbliche e il salvataggio delle imprese private, e così via elencando, tacendo sull'intreccio delle diverse richieste, nella dichiarata convinzione che tutto ciò farebbe uscire l'economia italiana dalla stagnazione secolare che l'affligge. Una sorta di vera e propria illusione su un *New Deal* alla maniera del presidente statunitense F.D. Roosevelt negli anni Trenta.

Poiché siffatte proposte sono tutte condivisibili oltre che necessarie, ci si deve domandare, anche per risultare ragionevolmente e tecnicamente affidabili in sede UE, quali siano le priorità della politica economica e industriale da soddisfare nel corso degli anni a venire, non potendo tutte essere avviate contemporaneamente anche per la carenza delle nuove professionalità e competenze tecniche e scientifiche indispensabili per affrontare e risolvere i numerosi problemi che si presenteranno al momento dell'avvio e in corso d'opera di ogni singola operazione.

Il rilancio postula *l'adozione di scelte politiche strategiche* che richiedono alla supposta classe dirigente il coraggio di indicare all'opinione pubblica le priorità condivise, e la combinazione dei relativi fondi da impegnare nell'arco di alcuni anni in campo sociale ed economico. Saranno Governo, Sindacati, Confindustria capaci di avere il coraggio di uscire dalla genericità degli annunci e delle richieste per imboccare il lungo cammino delle progettazioni prioritarie e relative realizzazioni? Sarebbe una vera propria rivoluzione culturale nel campo della politica economica e industriale del nostro paese.

#### 8. Il decreto Rilancio riscopre l'ingloriosa Gepi

25 Maggio 2020

L'articolo 26 del tormentato Decreto Rilancio sembra riproporre attraverso Invitalia l'infelice esperienza della Gepi, finanziaria pubblica fortunatamente chiusa nel 1991 che doveva salvare aziende private in difficoltà ma che in realtà sperperò un'infinità di soldi pubblici — C'è da sperare che il Parlamento corregga prontamente il tiro.

Malgrado le reiterate assicurazioni sull'impegno alla semplificazione e alla trasparenza il Decreto Rilancio offre una palese contraddizione con questi propositi. All'articolo 26 si crea un nuovo veicolo finanziario, tramite nuovi intrecci societari, la cui natura pubblica fa tornare alla memoria *la vicenda ingloriosa della Gepi*, la Società per le Gestioni e Partecipazioni Industriali.

Chi ha più antica memoria infatti ricorderà che *la Gepi nacque nel 1971*, a seguito della Legge 184, che prevedeva la nascita di una società per concorrere al mantenimento ed all'accrescimento dei livelli di occupazione compromessi da difficoltà transitorie di imprese industriali mediante interventi, sulla base di piani di riassetto o riconversione, atti a comprovare la concreta possibilità del risanamento delle imprese stesse. Finalità non dissimili da quanto previsto dall'articolo 26 del Decreto Rilancio. Infatti venne allora creata la Gepi per evitare di disperdere gli interventi dello Stato in mille rivoli, concentrandoli nella Gepi medesima. Al pari di quanto prevede l'articolo 26 con l'istituzione del fondo per le PMI.

Nei fatti la Gepi (chiusa nel 1991) è stata una finanziaria pubblica costituita per il salvataggio, la ristrutturazione e la successiva vendita delle aziende private in difficoltà. Si narra che la Gepi sia costata alla collettività cifre ingenti mantenendo in cassa integrazione gli esuberi di personale ceduti dalle imprese in crisi, come Fiat, Montedison, SNIA, SIR, Marzotto. La Gepi di allora si fece carico di molte decine di migliaia di lavoratori trasferendoli in apposite sue società che ponevano in cassa integrazione per lunghi periodi i lavoratori medesimi. Nel linguaggio giornalistico di allora la Gepi era descritta come "lazzaretto", "reparto di rianimazione", "ambulatorio", "rottamaio di aziende".

Le disposizioni dell'articolo 26 del Decreto Rilancio hanno singolari assonanze con la storia della Gepi. Infatti detto articolo (rafforzamento patrimoniale delle medie imprese) istituisce (comma 12) il Fondo patrimonio PMI, che sottoscriverà obbligazioni o titoli di debito di nuova emissione *sbrigativamente definiti "strumenti finanziari"*, definizione incoerente con la definizione di "strumenti finanziari" contenuta all'articolo1, comma 47 del Testo Unico di finanza (TUF) che esclude dall'elenco degli "strumenti finanziari", oggetti di ogni possibile negoziazione, soltanto i "depositi bancari e postali". Si auspica che in sede di conversione del decreto le Camere facciano chiarezza su siffatta definizione. In sintesi si tratta di fare assumere dal Fondo alcuni debiti (negoziabili al pari ogni strumento finanziario?) delle medie imprese che ne facciano domanda.

Si aggiunga che la gestione del Fondo è affidata alla società Invitalia o a società da questa "interamente" controllate. Dunque una nuova SPA con consiglio di amministrazione, collegio sindacale e presumibilmente qualche dipendente. *Invitalia o la eventuale società interamente* controllata assume la veste del "Gestore" (comma 13). Sfugge il concetto di "interamente controllata" (anche tramite le più che note cascate societarie?). Si auspica, per evitare equivoci interpretativi, che in sede di approvazione parlamentare si faccia riferimento agli articoli del Codice civile (art. 2359 e ss.) che disciplinano la materia del controllo societario.

Ma quanti saranno in concreto i Gestori SPA, i cui poteri li configurano come *veri e propri imprenditori occulti* delle imprese assistite? Attualmente le società controllate da Invitalia sono: Infratel Italia, Mediocredito Centrale, Italia Turismo e Invitalia Partecipazioni, e non tutte paiono adeguate a svolgere la funzione del gestore. Inoltre, Invitalia ha una partecipazione nella Sgr Invitalia Ventures; quest'ultima a sua volta dovrebbe essere la società alla quale il Governo ha affidato la gestione del miliardo di euro da dedicare a investimenti di venture capital, società a sua volta partecipata al 70% dalla Cdp Equity e al 30% da Invitalia Cdp Venture Capital sgr SPA-Fondo Nazionale Innovazione (FNI).

È opportuno domandarsi se gli strumenti di venture capital rientrano fra "gli strumenti finanziari" di cui si è detto creando nel caso singolari intrecci finanziari. Ci si attende che anche su questo punto il dibattito parlamentare possa fare chiarezza facendo tornare nel dimenticatoio la ingloriosa Gepi.

#### Post Covid-19, il governo dell'economia deve cambiare

7 Maggio 2020

Anziché puntare su provvedimenti di spesa pubblica a pioggia per sostenere i consumi a brevissimo termine, il Governo dovrebbe puntare sul potenziamento dell'offerta con investimenti pubblici ben selezionati e con effetti moltiplicativi sull'occupazione – Meno attenzione ai sondaggi e più visione di medio-lungo periodo.

I provvedimenti annunciati dal governo per rimediare subito ai danni della pandemia e per il rilancio dell'economia nel medio e lungo periodo lasciano molti dubbi sulla loro efficacia complessiva, anche perché il governo dell'economia che ha affrontato la pandemia mostra l'urgenza di una radicale riforma sia nelle istituzioni sia nella progettazione e programmazione di nuovi strumenti. Pare invece che l'attuale governo dell'economia sia orientato a ristabilire la situazione precedente senza cogliere l'urgenza di riforme che la pandemia ha reso evidenti.

Se è la pandemia che sta ancora governando il paese, sorge il dubbio se i provvedimenti che il governo sta proponendo siano idonei a governare il post pandemia. Pare di capire che si stiano elaborando provvedimenti di spesa pubblica prevalentemente a pioggia e indifferenziata per sostenere nel brevissimo periodo i consumi, con effetti moltiplicativi sul lato dell'offerta modesti se non nulli.

Il lascito della pandemia dovrebbe invece orientare i provvedimenti, con diversa priorità, idonei a generare, tramite il potenziamento dell'offerta, effetti moltiplicativi sull'occupazione e sulle conseguenti remunerazioni dei fattori produttivi, ovvero tramite *il potenziamento dell'offerta da parte del tessuto agricolo-industriale*. Si chiedono a gran voce, ma in modo indifferenziato, investimenti pubblici senza indicarne la priorità. La pandemia ha invece mostrato un paese a macchie di leopardo, con inaccettabili diversità da zona e zona economica.

Gli *investimenti pubblici* dovrebbero pertanto privilegiare il regresso di siffatte diseguaglianze generando un indotto da elevati effetti moltiplicativi sull'offerta e dunque sulla formazione di occupazione diffusa. Gli investimenti pubblici (vedi le esperienze di ENEL e delle autostrade) in alcune reti potrebbero costituire la via più idonea a tal fine.

Ad esempio, la pandemia ha certificato che *l'economia italiana difetta di una rete digitale che copra l'intero paese*. L'avvio del cablaggio dell'intero territorio nazionale, come fece l'ENEL a suo tempo per la rete elettrica, comporta il potenziamento dell'intero settore indotto operante in ogni parte del paese, contribuendo così a "smacchiare il leopardo".

Gli investimenti nella rete scolastica, oltre a consentire alcune modalità di apprendimento, hanno non soltanto effetti nell'edilizia ma in molti settori dell'indotto ugualmente diffuso nell'intero territorio nazionale.

La rete degli acquedotti, antica e piena di perdite, oltre che all'attenzione della malavita organizzata, è un altro esempio di un investimento diffuso su tutto il territorio capace di garantire l'acqua a tutti, ma anche di generare sul lato dell'offerta rilevanti effetti i moltiplicativi consentiti dall'indotto.

Nel complesso, si tratta di esempi che richiedono al governo dell'economia di fare i conti con le più che evidenti diseguaglianze economiche del paese e di porvi rimedio, chiedendo il consenso sulle strategie di medio e lungo periodo e non soltanto nell'attesa dei sondaggi del domani. Anche così cambia il governo dell'economia italiana.

#### 10. La sanità pubblica torni nelle mani dello Stato

6 Aprile 2020

L'emergenza Coronavirus sta mettendo a nudo i difetti della frammentazione regionale del Servizio Sanitario Nazionale (ssn) nel gestire un bene non contendibile come la salute e che richiederebbe l'uniformità delle prestazioni

Correva l'anno 1992 quando il rapporto tra debito pubblico e PIL continuava a crescere oltre la soglia del 100% raggiunta due anni prima. Dal canto suo, l'ammontare della spesa sanitaria programmato risultava di norma inferiore del 20-25% a quello effettivo.

In siffatto contesto della finanza pubblica, la politica tentò di rimediare alla crescita di quella spesa ritenuta fuori controllo, sia con il trasferimento della sanità alle Regioni, assecondando la bulimia di potere dei ceti politici locali, sia con la aziendalizzazione delle USL che avrebbe portato al rispetto del vincolo di bilancio. Furono due provvedimenti di cui diremo più puntualmente più avanti, che occorre rivedere alla luce della esperienza in corso di diffusione del coronavirus.

Infatti, *la pandemia da coronavirus* che si è abbattuta sul pianeta sta mostrando quanto sia cruciale la predisposizione e l'organizzazione istituzionale economico-finanziaria dei diversi servizi sanitari nazionali in giro per il mondo. Questi, come attesta la buona letteratura, dovrebbero erogare *un bene pubblico alla collettività di natura "non contendibile*": nel senso che la prestazione sanitaria fornita ad un soggetto non deve escludere dal godimento della stessa ogni altro cittadino ovunque sia collocato territorialmente e qualunque sia il suo livello di benessere economico. È questo *il principio fondante del servizio sanitario pubblico vigente in Italia*.

Ma come risulta dalla esperienza in corso la frammentazione del Servizio Sanitario Nazionale (SSN) in tanti e svariati servizi sanitari regionali pare violare il citato principio, così come la discrezionalità dei supposti manager pubblici nel gestire le USL trasformate magicamente in aziende.

Ad avviso di chi scrive i due provvedimenti di legge prima citati hanno concorso in modo determinante a ledere il principio fondante il SSN italiano che alcuni vorrebbero abbandonare in base alla indimostrabile e generica vulgata che in ogni caso *il privato è meglio del pubblico*.

Come hanno già avviato altri studiosi (Sabino Cassese in testa) si aperto il dibattito sulla *opportunità di riportare in testa al potere centrale la funzione della tutela della salute*, per il rispetto del principio fondante del SSN di cui si è detto. Nei fatti si tratta di avviare la riflessione sulla necessità di riformare il D.Lgs502/92 e 517/93 ove ancora si legge che:

- Le regioni sono investite della piene responsabilità finanziaria delle risorse assegnate: eventuali deficit devono essere ripianati attraverso la mobilizzazione di fondi regionali o l'imposizione di tributi regionali
- Il PSR rappresenta il piano strategico degli interventi per gli obiettivi di salute e il funzionamento dei servizi per soddisfare i bisogni della popolazione, anche in riferimento agli obiettivi del PSN.

Come molti ricorderanno il dibattito politico-economico di allora si incentrò sulla convinzione che avvicinare (vicino è bello) il potere di gestione della sanità pubblica ai cittadini tramite il decentramento regionale avrebbe costituito un forte stimolo per gli amministratori deputati a meglio amministrare la sanità pubblica, pena la protesta dei "più vicini". Come attesta l'evidenza di oggi il risultato è un SSN arlecchino, sovente strumentalizzato per la ricerca del consenso "più vicino", ricerca di consenso locale che inevitabilmente viola il principio fondante di cui si è detto. Da qui la necessità di riportare al centro la gestione del SSN. In questo caso, data la pervasività del bene pubblico erogato e degli interessi locali anche meno nobili, si può affermare che "lontano è bello".

Ma ciò non è sufficiente.

Correvano infatti sempre i primi anni novanta quando cominciò ad investire il dibattito politico-economico il convincimento, del tutto astratto in assenza di opportuni modelli di riferimento, che affidare a supposti manager pubblici sottoposti al rispetto del vincolo di bilancio, la gestione di peculiari funzioni pubbliche avrebbe contribuito a dare efficienza ed maggiore efficacia al bene pubblico da erogare, nel rispetto dei vincoli finanziari. Fu così che le USL divennero magicamente "aziende". Si legge infatti nel D.Lgs 502/92 e 517/93 che a livello locale le USL si costituiscono in Aziende con personalità giuridica pubblica ed autonomia imprenditoriale:

- L'organizzazione ed il funzionamento sono disciplinati con atto aziendale di diritto privato (linee guida regionali).
- Gli ospedali di rilievo nazionale e di alta specializzazione si rendono autonomi dalle USL e si costituiscono in Aziende Ospedaliere
- Le USL sono finanziate dalla regione sulla base della quota capitaria.

In siffatto contesto istituzionale, associato alla conclamata "autonomia imprenditoriale", non deve stupire oggi che ogni supposto manager pubblico abbia deciso e interpretato in modo autonomo e a modo suo quali fossero le best practicies da adottare in "azienda" in caso di pandemia: in ogni caso nel rispetto dei vincoli posti dei Governatori regionali e delle loro constituency politiche e partitiche locali. Ne consegue, anche in questo caso, la violazione del principio fondante della uniformità delle prestazioni sanitarie e della non contendibilità del bene pubblico indipendentemente dalla collocazione geografica dei soggetti richiedenti tutela sanitaria.

### 11. Andreatta, l'indimenticabile lezione di un "buon economista" e uomo di Stato

28 Marzo 2020

È uscito in questi giorni il nuovo libro di Filippo Cavazzuti "Capitalismo finanziario italiano. Un'araba fenice? Racconti di politica economica", edito da goWare, di cui pubblichiamo il capitolo dedicato a Nino Andreatta, di cui Cavazzuti è stato allievo e collaboratore al Tesoro, che svela con particolari inediti i retroscena del divorzio tra Tesoro e Bankitalia e i passi propedeutici delle privatizzazioni italiane.

È uscito in questi giorni un nuovo libro di Filippo Cavazzuti – *Il capitalismo finanziario italiano. Un'araba fenice? Racconti di politica economica* – edito da goWare. Il libro, sia in versione ebook che cartacea, contiene tra l'altro i profili di cinque grandi economisti italiani che l'autore, a sua volta ben noto economista, ha avuto il privilegio di conoscere e cioè Nino Andreatta, Guido Carli, Luigi Spaventa, Paolo Sylos Labini e Isidoro Albertini. Per gentile concessione dell'editore e dell'autore pubblichiamo in esclusiva il capitolo dedicato ad Andreatta, maestro di economia e di vita e statista illustre, a cui si deve, tra l'altro, il divorzio tra Tesoro e Bankitalia e gli atti propedeutici delle privatizzazioni italiane.

Il più netto ricordo che ho del professor *Nino Andreatta* è l'assoluta continuità e coerenza tra il suo pensiero di economista votato alla politica economica e finanziaria e la sua azione di uomo politico e di governo. Era abituato a considerare l'economia politica al pari di una disciplina che dovesse dialogare, oltre che con la matematica e la statistica, anche con le discipline giuridiche, storiche, politiche e morali. Non condivideva l'autoreferenzialità culturale di molti economisti. *Non stimava gli "yes men*".

#### Ministro del Tesoro nel governo Spadolini (1981-1983)

Il professor Nino Andreatta assunse la responsabilità del Ministero del Tesoro quando il tasso di inflazione annuo era intorno al 20 per cento, e il tasso medio annuo dei BOT e dei BTP emessi per finanziare gli sbilanci di tesoreria e il fabbisogno dello stato sfiorava anche esso il 20 per cento, determinando un rendimento reale nullo o negativo.

Quando lasciò il governo nel 1983, i due tassi erano rispettivamente del 10 e del 12 per cento, con rendimento reale positivo.

La ben nota avversione di Andreatta per il disavanzo pubblico (allora fabbisogno del tesoro) non era motivata da acritica e perniciosa adesione alla treasury view del governo inglese negli anni 1930, contro la proposta di J.M. Keynes di aumentare la spesa pubblica in funzione anticongiunturale, quando si sosteneva che tali interventi avrebbero provocato un "effetto spiazzamento" (crowding out) nei confronti della spesa privata, ma in quanto ben conoscitore della storia fiscale dello Stato italiano sosteneva che: il problema che abbiamo di fronte, come tutti i problemi di finanza pubblica, è politico ed è un problema di concezione dello Stato".

Si segnala una significativa annotazione schumpeteriana dei primi anni del Novecento: "Il bilancio è lo scheletro dello Stato spogliato di tutte le fallaci ideologie [...]. Anzitutto la storia fiscale di un popolo è una parte essenziale della sua storia generale". È l'autorità dello Stato, potenzialmente compromessa da violenti e inattesi squilibri finanziari, che viene posta al centro del controllo della finanza pubblica e che richiede il coinvolgimento di altre istituzioni dello stato come la Banca d'Italia.

Per Andreatta, infatti, il controllo del fabbisogno della tesoreria statale *non era soltanto un problema del parlamento e del governo*, ma anche della Banca d'Italia, cui si rivolse direttamente in prima persona e senza mediazioni politiche e/o partitiche, ma assumendone la piena responsabilità politica, scrivendo a Ciampi in data 12 febbraio 1981:

"Ho da tempo maturato l'opinione che molti problemi della gestione della politica monetaria siano resi più acuti da una insufficiente autonomia della condotta della Banca d'Italia nei confronti delle esigenze di finanziamento del Tesoro".

Non una semplice tecnicalità fu "il divorzio", ma *l'esigenza di salva-guardare l'autorità dello Stato* nel controllo degli squilibri della finanza pubblica che richiese il coinvolgimento della Banca d'Italia, la quale poi fu accusata di condizionare, tramite la manovra della politica monetaria e dei tassi di interesse, il parlamento sui temi degli equilibri di finanza pubblica. Forse vi è del vero, ma è pur vero che, traccheggiando il parlamento, il debito pubblico italiano salì dal 53% del PIL nel 1981 al 100% dello stesso nel 1990. È il fardello che ci tiriamo dietro da allora

che sui mercati internazionali concorre a fare dubitare della sovranità dello stato.

Non si dimentichi infine che premessa culturale e politica al "divorzio" era l'avversione del ministro ai controlli amministrativi e burocratici, Andreatta amava sostenere, inimicandosi l'intera ragioneria generale dello stato e la direzione generale del tesoro: "Si ha l'impressione che, per una serie di motivi, la finanza pubblica sia avvolta in regole misteriose". Evidente riferimento ad Amilcare Puviani che nel suo libro Teoria dell'illusione finanziaria (1908), sosteneva che: "Il bilancio dice assai più o assai meno, come si vuole".

Come ha ricordato il professor Carlo D'Adda, anche nel caso Calvi-Banco Ambrosiano, *Andreatta non cercò mediazioni partitiche*, ma si rivolse direttamente al pontefice. Qui accenno soltanto al fatto che le ferme decisioni prese allora consentirono al ministro Andreatta di riaffermare l'autorità dello stato e concludere il discorso pronunciato l'8 ottobre 1982 alla Camera dei Deputati con le seguenti parole che molti oggi hanno dimenticato, ma allora temuto:

"L'Italia non è una repubblica delle banane; questa vicenda, come altre che ci stanno davanti, dovrebbe ricordare che la fermezza non è la peggiore delle strade".

Invece, la "repubblica delle banane" escluse per dieci anni Andreatta da ogni incarico di governo: fino al 1993, quando divenne ministro degli Esteri nel governo guidato da Carlo Azeglio Ciampi. Dal canto loro le Brigate Rosse gli dedicarono un corposo dossier ove si proponeva di "destabilizzare Andreatta" in quanto esponente del sim-Sistema Imperialistico mondiale.

#### Ministro degli Esteri nel governo Ciampi (1993-1994)

Quando, nel 1993, il professor Nino Andreatta assunse la responsabilità di Ministro degli Esteri, lo spread tra i BTP Italiani ed il Bund tedesco si aggirava nell'intorno del suo massimo storico, pari a circa 630 punti base. *Tre anni dopo era di 200 punti base*, anche grazie alla politica delle privatizzazioni.

Infatti, l'accordo tra il Ministro degli Esteri Nino Andreatta e il Commissario europeo alla concorrenza, il belga Karel Van Miert, siglato il 29 luglio del 1993, pose le condizioni per la riduzione dello spread, che allora era soprattutto dovuta alla riforma della responsabilità illimitata del Tesoro nei confronti del debito pubblico che *aveva* abbondantemente superato il 110 per cento del PIL.

Per comprendere la portata storica di siffatto accordo occorre ricordare che l'anno precedente (1992), con decreto-legge del governo Amato, furono trasformate in società per azioni gli enti delle partecipazioni statali IRI, ENI ed EFIM. Si aggiunga che il decreto-legge propose sia l'assegnazione al Tesoro delle azioni degli enti privatizzati, sia il potere della cessione delle singole aziende, di rami di aziende anche tramite fusioni e incorporazioni. In questa versione – che fu approvata con voto di fiducia – il Tesoro mantenne sia la titolarità delle azioni ad esso trasferite, sia il relativo potere di comando che altrimenti avrebbe ceduto al Ministro dell'Industria; potere cui si aggiunsero i "poteri speciali" del Tesoro di cui ancora oggi si fa uso (vedi Finmeccanica e Telecom). Fu così che gli enti pubblici trasformati in SPA entrarono sotto il dominio della legge per le società per azioni e delle norme del codice civile.

Era infatti emersa con evidenza *la grave situazione debitoria delle nuove SPA* a controllo pubblico. Alla fine del 1992, l'IRI SPA presentò un indebitamento finanziario netto di 21.654 miliardi; l'ENI SPA passività finanziarie verso terzi per 8.271 miliardi; l'EFIM SPA a sua volta espose debiti per circa 9.000 miliardi di lire.

Nel caso dell'IRI SPA, sui mercati finanziari si temette che la sua trasformazione in società per azioni costituisse per i contratti con le banche estere eventi "of default" cui sarebbe potuta derivare la richiesta delle banche finanziatrici del rimborso anticipato dei crediti in essere (circa 4.200 miliardi di lire). Per evitare tale evenienza, l'IRI SPA informò i Ministri Guarino e Barucci che sarebbe stato opportuno inviare "messaggi tranquillizzanti" ai mercati finanziari internazionali mediante una dichiarazione ufficiale del Ministro del Tesoro rivolta a riaffermare il carattere di "entità pubblica" delle nuove società nate dalla trasformazione, almeno fintanto che lo Stato ne mantenga il controllo diretto o indiretto. È ovvio che se il governo (con il Ministro del Tesoro in prima linea) avesse dichiarato che l'IRI SPA era ancora una "entità pubblica" che continuava a godere della garanzia dello Stato sui suoi debiti, avrebbe anche accresciuto il dubbio sulla sostenibilità del debito pubblico italiano.

Opportunamente il governo non si mosse in tale direzione, ma sottoscrisse, per iniziativa del Ministero Andreatta, l'accordo ove sta scritto: "Per il completo rispetto dell'intesa [...] l'azionista Tesoro do-

vrà farsi carico di assumere le determinazioni più opportune per ridurre la propria partecipazione azionaria nell'IRI al fine di far venir meno gli effetti della propria responsabilità illimitata ai sensi dell'articolo 2362 del Codice Civile".

Si discusse allora se il contenuto della lettera con data 29 luglio 1993 al Van Miert fosse una semplice presa d'atto della cogenza del citato articolo del codice civile o se, invece, fosse un atto di politica economica impostato e voluto dal ministro. *Molte furono le pressioni sul governo* da parte dell'IRI per la c.d. "disattivazione" dell'art. 2362, anche al fine del salvataggio dell'IRI stessa. Ma la lettera di Andreatta bruciò non soltanto i tempi delle opposizioni, ma andò ben oltre gli effetti del citato articolo del codice civile.

Lo stesso accordo operò anche a favore della riduzione sia della esposizione al rischio di default dell'IRI SPA, a seguito della minaccia di riduzione del merito di credito dell'istituto da parte del sistema creditizio, sia del rischio associato al possibile esercizio, da parte delle banche creditrici internazionali, della facoltà di rimborso anticipato di prestiti in valuta (circa 4500 miliardi), sia della generale incertezza del permanere dei crediti accordati dal sistema creditizio all'IRI SPA (circa 26 mila miliardi) e al gruppo (oltre 72 mila miliardi). Tale aspettativa sul rispetto degli impegni assunti in sede comunitaria contribuì a ridurre *lo scetticismo sulle politiche di privatizzazione italiane* e lo spread con il Bund tedesco scese da 575 punti base del secondo trimestre del 1993 a 384 nel terzo trimestre e seguitò a ridursi per alcuni altri trimestri.

#### Andreatta economista

Nella sua veste di economista e autorevole politico, il professor Andreatta *amava il confronto con le altre forze politiche* che ascoltava con interesse, curiosità e sovente con sofferta pazienza, così come sollecitava il confronto con altre discipline per le quali mostrava disponibilità a farsi contaminare intellettualmente.

È stato un "buon economista" nel senso tratteggiato da Keynes nel saggio del 1924, *Politici ed economisti*, dedicato a Marshall; ovvero che "un buon economista o anche solo un economista sicuro del fatto suo" è colui ("rarissima AVIS") che deve avere una rara combinazioni di doti.

Deve essere in un certo modo, matematico, storico, statista, filosofo; maneggiare simboli e parlare in vocaboli; vedere il particolare alla luce del generale; toccare astratto e concreto con lo stesso colpo d'ala del pensiero. Deve studiare il presente alla luce del passato e in vista dell'avvenire.

Sono sicuro che il professor Andreatta sarebbe assai critico nei confronti dei piani di studio delle facoltà di economia che producono "economisti a una sola dimensione" incapaci di dialogare con le altre discipline.

Il prof. Andreatta, da uomo di stato, seppe cogliere con prontezza intellettuale, coraggio politico e operativo, alcuni nodi da sciogliere per evitare l'instabilità finanziaria che minacciava l'economia, la politica italiana e in definitiva l'autorità dello stato. Ne pagò coscientemente ogni prezzo.

#### Il silenzio della Consob e la cecità della Confindustria

24 Marzo 2020

Cosa aspetti la Consob a sospendere la Borsa è incomprensibile nel suo silenzio. L'agitarsi della Confindustria, che ritiene il diritto alla salute dei lavoratori negoziabile al pari di ogni altro diritto, ricorda invece il padrone delle ferriere dell'Ottocento – In entrambi i casi un tuffo nel passato di enorme gravità.

Gli effetti presenti e attesi per il futuro della pandemia che sta colpendo severamente l'economia italiana hanno determinato comportamenti e reazioni assolutamente riprovevoli di autorità e gruppi dirigenti italiani, del tutto carenti anche dal punto di vista istituzionale della loro cultura politica economica, che trascura ogni segno di responsabilità istituzionale e sociale. È un regresso di responsabilità istituzionale, culturale e politico che non lascia intendere che abbiano compreso ciò che sta accadendo anche nel profondo della società e del tessuto produttivo, nei rapporti tra capitale e lavoro. Molti si limitano ad osservare che oggi si deve fronteggiare la crisi più grave, così come direbbe anche monsieur de La Palice.

Invero, eravamo abituati ad analizzare le crisi economiche dal lato della domanda, per cui si elaboravano le più stravaganti ricette per il suo rilancio. Oggi, dilagando il Coronavirus, siamo di fronte invece ad una crisi sul lato dell'offerta, che comporta il rischio della mancata produzione di beni e servizi. È un prezzo da pagare cui nessuno, famiglie e imprese, potrà sfuggire e che richiederà una profonda revisione dell'assetto industriale italiano da prevalentemente mercantile a industriale, oltre alla pervasiva mancanza di fiducia sulla possibilità di controllare il funzionamento dei mercati di beni e servizi.

Concorre a siffatta sfiducia sia *il silenzio della Consob e l'atteggia-mento da ottocentesco "padrone delle ferriere" di Confindustria*. La prima tace dormendo a fronte di ciò che sta avvenendo sui mercati del capitale di rischio. La seconda si esprime con reiterate sgrammaticature politiche e culturali (richiamando i tempi dei romanzi di Dickens), non disgiunte da cecità programmatica, tesa a privilegiare il capitale rispetto al lavoro. La prima lascia irresponsabilmente aperta la Borsa di

Milano ove furoreggiano speculazioni di brevissimo periodo, del tutto indifferenti alle politiche monetarie che inonderanno di liquidità le più diverse economie. Cosa aspetti la Consob a sospendere le negoziazioni è impossibile comprendere nel suo silenzio.

Invece *Confindustria* parla incessantemente, accecata dagli effetti potenziali sul tessuto industriale italiano, e *ritiene senza alcuna remora di responsabilità sociale che il diritto alla salute dei lavoratori sia negoziabile al pari di ogni altro diritto e che siffatto diritto vada contrapposto al diritto di sopravvivenza della impresa.* 

In sintesi, tra Consob e Confindustria, si tratta di un salto politico culturale nell'Ottocento che non lascia ben sperare sulla capacità di confrontarsi con le enormi sfide culturali e politiche che la crisi di oggi lascerà alle classi dirigenti italiane.

## Politica industriale da riscoprire: "Grande è bello"

16 Marzo 2020

Per rilanciare l'economia non basta sostenere la domanda interna ma occorre anche rimuovere le strozzature produttive dell'offerta di beni e servizi sviluppando una nuova politica industriale che favorisca la crescita dimensionale delle imprese e abbandoni il falso mito del "Piccolo è bello" — Ma va riscoperta anche la programmazione economica nazionale ed europea.

Abbandonare il mantra del "piccolo è bello" con la conseguente sottostima del grave ostacolo che il nanismo delle imprese italiane pone alla potenziale e sperata ripresa dell'economia italiana ormai stagnante da oltre venti anni, è una riflessione che si impone per dare spazio a una immediata valutazione a favore di politiche economiche *non soltanto orientate al sostegno della domanda interna*, così come sembra prevalere dal coro incessante delle domande.

Si impone di accompagnare siffatte domande con considerazioni di politica industriale riguardante le condizioni dell'offerta dei prodotti e dei servizi a fronte di quella che potrebbe essere una perdurante rottura della catena del valore a livello dell'intero pianeta. Si chiedono più investimenti pubblici per rafforzare la domanda interna, ma si dimenticano le strozzature produttive sul lato dell'offerta dei beni e dei servizi. Purtroppo gli impianti industriali non sono di gomma pronti ad adattarsi rapidamente al soddisfacimento della domanda interna che si intende sostenere e potenziare. Ma il pervicace perseguimento del "piccolo è bello non lo consente.

La riscoperta della politica industriale, abbandonando l'altro mantra che sia il mercato ad *orientare il sistema economico verso la piena occupazione* dei fattori produttivi (cosa nota per altro fin dai tempi di Keynes e Kalechy) dovrebbe portare anche a provvedimenti volti a favorire la crescita dimensionale delle imprese piccole verso le medie dimensioni e quelle medie verso le grandi dimensioni oggi del tutto scomparse nel panorama dell'economia italiana.

Nuovi strumenti fiscali e creditizi potrebbero *incentivare le aggregazioni societarie tra imprese* dello stesso comparto produttivo, conte-

nere le diffuse holding di famiglia e relativo grappolo di imprese poco capitalizzate e dipendenti dal credito bancario.

Ma la riscoperta della politica industriale è l'occasione per il progressivo abbandono degli interventi a pioggia a carico del bilancio dello stato, per *una politica di bilancio selettiva che aiuti la crescita* dimensionale delle imprese e la loro capacità di operare anche nel campo della ricerca scientifica e per l'innovazione del prodotto. Condizione necessaria per evitare il rischio di mercato associato alla ineliminabile obsolescenza del prodotto e dei servizi e delle organizzazioni dei processi.

Infine *la riscoperta anche culturale della programmazione economica* può essere una sfida che il ceto politico dovrebbe affrontare non soltanto a livello domestico ma imporlo all'Unione Europea in chiave antisovranista.

#### Popolare di Bari, il peso della mancata SPA e le nostalgie della Casmez

19 Dicembre 2019

La mancata trasformazione in SPA ha esposto la Popolare di Bari a tutte le insidie del territorio ma l'ipotesi di una banca pubblica per il Sud rinverdirebbe fasti e nefasti della vecchia Cassa del Mezzogiorno – Un'alternativa in 3 punti.

"Vicine al territorio" è da sempre l'imperativo dei partiti dell'industria bancaria, ABI in testa, delle Fondazioni bancarie e dei movimenti cooperativi. Un imperativo che non solo ha ostacolato la riforma e ristrutturazione del sistema bancario italiano, ereditato da una economia chiusa e largamente a preindustriale, ma ha anche causato i più drammatici fallimenti, come dimostra il caso della Banca Popolare di Bari. Si aggiunga che lo stesso imperativo da sempre ostacola la trasformazione in società per azioni delle banche popolari, le casse di risparmio e le banche di credito cooperativo.

Non vi nulla da stupirsi se la "vicinanza al territorio" con lo sviluppo degli affari si sia trasformata in "amicizia" con il territorio e in analoga amicizia con prenditori di fondi che non avrebbero superato i requisiti minimi di affidabilità imprenditoriale e patrimoniale. Il rifiuto di molte istituzioni creditizie, come la Popolare di Bari, ad adottare la veste giuridica della società per azioni sottende la volontà di mantenere assetti di governance meno trasparenti e più favorevoli alla compromissione con i desiderata di imprenditori incapaci o collusi con interessi indecifrabili e con la politica del territorio.

Non deve dunque stupire che da molte parti politiche, grillini in testa, si auspichi l'istituzione di una banca pubblica per il Mezzogiorno che dovrebbe nascere sulle ceneri della banca popolare di Bari anche per garantire la "presenza sul territorio" ereditata dalla defunta banca popolare. Si porrebbero così rinverdire i fasti e i nefasti della Cassa per il Mezzogiorno.

Meglio sarebbe che il governo, educato dalla cocente esperienza della popolare di Bari, adottasse alcuni provvedimenti che imponessero:

 l'immediata adozione della veste della SPA a tutti gli istituti di credito ancora riluttanti come la BCC-Banche di credito cooperative e le Banche popolari ancora resistenti;

- imponesse l'adozione di valori patrimoniali minimi tali da favorire l'aggregazione e la crescita dimensionale degli istituti di credito più piccoli ragionevolmente più esposti al rischio di controparte, a quello operativo e procedurale nell'erogazione del credito;
- 3. *eliminare* dai testi unici bancari e finanziari *le norme speciali per gli istituti di credito che ne limitano la contendibilità* chiudendo entro mura non scalabili assetti proprietari e di governance inefficienti nell'erogazione del credito.

Infine, nel caso della Banca Popolare di Bari, per il rispetto presente e futuro dei contribuenti italiani, dopo avere effettuato il salvataggio e la necessaria adozione della veste della SPA, offrila, con iniziale offerta pubblica di vendita, a investitori privati che superino la soglia del 30 per cento. Ciò consentirebbe di realizzare entrate da assegnare alla riduzione del debito pubblico.

Ne soffrirebbe la "vicinanza al territorio", ma ne guadagnerebbe l'esercizio del credito da erogare secondo le necessità del territorio e non secondo le convenienze relazionali.

# 15. Reinventare l'IRI è grottesco ma dov'è finita la politica industriale?

11 Dicembre 2019

Di fronte alla stagnazione secolare dell'economia, se è impossibile reinventare l'ırı di una volta, appare stupefacente la rinuncia dello Stato a qualsiasi ipotesi di politica industriale che orienti e incentivi gli imprenditori a rinnovarsi nella nuova rivoluzione industriale.

Anche il corrente dibattito nella sessione di bilancio in Parlamento ruota, come da almeno due decenni, su come rilanciare la crescita dell'economia italiana, da tempo rinchiusa in una fase che potremmo definire di stagnazione secolare. Tranne i grillini, noti untori giustizialisti e fautori di un'economia silvo-pastorale sottoposta alla pervasività del diritto penale (vedi l'abolizione della prescrizione nei processi), tutte le forze politiche auspicano la ripresa delle imprese e la creazione di nuove. Così facendo assecondano la Confindustria, che tuttavia da sempre si limita a bussare alla porta del bilancio pubblico. Prevalgono così sgangherate proposte di qualsivoglia sostegno della domanda interna che si vorrebbero attribuire al povero Keynes, che essendo morto da tempo non può ribellarsi alle considerazioni da bar sport che lo svillaneggiano.

Poiché le imprese non nascono per mano divina o invisibile, ma nascono, crescono e muoiono dipendendo dalla capacità innovativa dell'imprenditore, la domanda che si pone è se in Italia difetta il numero delle imprese o se difetta il numero degli imprenditori privati che creino e sviluppino imprese capaci di affrontare le sfide di un'economia non racchiusa nelle confortanti stanze del sovranismo autocrate e non dominata dal protezionismo interno, come ai tempi delle torrentizie svalutazioni competitive sui prezzi prima dell'euro, nel regime dei cambi irrevocabilmente fissi.

Un'occhiata alla *Borsa Italiana* che non si limiti a ieri può contribuire a dare qualche spiegazione alla stagnazione economica italiana.

Nel 1951, con la vecchia IRI funzionante come motore anche culturale della politica industriale del Paese, le prime tre società quotate per capitalizzazione erano Edison, Montecatini e Snia Viscosa. Dieci anni dopo, vecchia IRI ancora funzionante, erano Edison, Fiat e Montecatini; ancora nel 1971 erano Fiat, Montecatini e SIP.

Poi cominciarono ad aprirsi i mercati in regime di *cambi variabili* con le conseguenti *svalutazioni competitive*, tuttavia non sufficienti alla sopravvivenza e alla crescita delle *imprese carenti nelle innovazioni di prodotto e di processo*. Fu così che l'IRI divenne il luogo ove imperava il dualismo zoppo nell'ambito della economia mista. Ovvero i privati, invece di acquisire il controllo di gioielli dell'IRI, facevano acquistare dall'IRI stessa le loro imprese decotte.

Nel 2018, delle prime tre società quotate in Borsa due sono a controllo pubblico, ENEL ed ENI, seguite da Intesa San Paolo, controllata da Fondazione. Gli imprenditori privati si sono dissolti, almeno nella graduatoria di Borsa Italiana, e torna la voglia dell'IRI, sotto mentite spoglie, come luogo di un rinnovato dualismo zoppo.

Potrebbe essere che il libero mercato non abbia saputo guidare con la sua mano invisibile non ancora rattrappita le scelte degli imprenditori e che i sussidi a pioggia graditi da imprenditori riluttanti all'innovazione ne abbiano alterato le scelte innovative di rischio di mercato, ma potrebbe anche essere che *l'abbandono di ogni qualsivoglia ipotesi di politica industriale da parte dei governi* abbia contribuito a non orientare le scelte strategiche degli imprenditori italiani.

Se è impossibile e forse grottesco reinventare l'IRI di una volta, motore della politica industriale, è anche stupefacente la rinuncia da parte dello Stato ad ogni e qualsiasi ipotesi di politica industriale che orienti e incentivi gli imprenditori italiani a rinnovarsi in questa nuova rivoluzione industriale.

Una situazione che non è affrontabile con Quota cento e Reddito di cittadinanza, ma nemmeno con i tradizionali trasferimenti a pioggia alle altrettanto tradizionali imprese e con riduzioni del costo del lavoro ugualmente a pioggia.

### 16. L'Ilva non è l'enel: nazionalizzare, che follia

10 Novembre 2019

Sull'Ilva non è minimamente replicabile l'operazione di nazionalizzazione dell'energia elettrica compiuta nel 1962 agli albori del centrosinistra: ecco perché.

Chissà cosa hanno in mente i grillini e i loro garruli ministri quando accennano alla possibile nazionalizzazione dell'ex ILVA. Dalla lettura dei giornali pare che abbiano tra le mani un giocattolo cui cambiare rapidamente qualche pezzo invece che il colossale stabilimento siderurgico di Taranto. Evidente è la strumentalizzazione politica di brevissimo periodo di un problema da maneggiare con grave e responsabile cautela, la cui soluzione richiederà invece un lungo periodo di tempo, ben oltre anche alla durata di questo governo, a prescindere dai tempi richiesti per il dialogo con l'Unione Europea per gli aspetti relativi agli aiuti di Stato e alle norme sulla concorrenza. Per chi ha ancora un po' di memoria storica il pensiero corre subito alla nazionalizzazione dell'energia elettrica attuata nel 1962.

Può essere che anche tra i grillini *qualcuno ricordi che allora furono* presentate due ipotesi alternative: la nazionalizzazione delle società elettriche con veste di società per azioni quotate in Borsa, e nei cui asset figuravano gli impianti, oppure la sola nazionalizzazione degli impianti con relativo indennizzo alle società proprietarie degli stessi. Venne scelta la via della nazionalizzazione degli impianti elettrici onde evitare che le partecipazioni incrociate possedute dalle grandi famiglie italiane, che stavano nella "pancia" delle società elettriche, finissero nel patrimonio dello Stato che a quel punto avrebbe avuto titolo per governare tali partecipazioni azionarie e di gran parte dell'industria italiana.

Per quanto risulta dalle dichiarazioni del ministro grillino Patuanelli, deputato a trattare il dossier, *L'ex Ilva di Taranto è una unità produttiva di ArcelorMittal Italia SPA*. Pertanto, non ha veste di società per azioni che possa essere nazionalizzata con l'acquisto delle azioni della stessa. Chi volesse perseguire questa strada dovrebbe accordarsi con Mittal per lo scorporo della unità produttiva e il suo conferimento in apposito veicolo speciale da nazionalizzare, dopo previa valutazione del valore della unità produttiva scorporata.

In alternativa, prima la costituzione di una SPA con oggetto sociale la gestione di impianti siderurgici, poi il conferimento alla stessa degli impianti nazionalizzati previa stima e pagamento degli indennizzi e costituzione di un consiglio di amministrazione adeguato allo scopo.

Così come racconta il caso della nazionalizzazione degli impianti elettrici e la costituzione dell'ENEL. Tutto ciò richiede gran tempo, in contrasto con *il messaggio grillino del "presto e bene"*, purtroppo assecondato da altri garruli politici. Ma nel frattempo chi si assume la responsabilità di gestire il colossale impianto siderurgico che, anche nella peggiore delle ipotesi, non può essere spento con il semplice uso di un interruttore?

Se si ricorda che qualche tempo fa la magistratura considerò corpo del reato le laminature in acciaio depositate sui piazzali, impedendone la vendita, forse un qualche provvedimento esimente qualche responsabilità di chi deve gestire gli impianti va suggerito. Anche se potrebbe dispiacere al giustizialismo grillino e alla sua concezione silvo-pastorale dell'economia.

In sintesi, la proposta della nazionalizzazione delinea un percorso di pura follia politico-istituzionale che ancora alberga nella testa di molti politici sondaggio-dipendenti come da una droga.

## 17. opa cinese sul London Stock Exchange? Europa svegliati

17 Settembre 2019

Di fronte agli appetiti che solleva la Borsa di Londra, che incopora anche quella italiana, sarebbe ora che la nuova Commissione ue risponda completando il mercato unico dei capitali e promuovendo la costruzione della Borsa europea.

Molti e diversi sono gli aspetti su cui riflettere messi in luce dall'OPA sul London Stock Exchange avanzata dalla Borsa di Hong Kong, Ne richiamo alcuni. In primo luogo, si tratta di una offerta da 39 miliardi di dollari sulla Borsa di Londra, in parte contro denaro ed in parte contro carta. La dimensione dell'offerta lascia intendere quanta liquidità sia in giro per il mondo in cerca di investimenti redditizi tra cui figurano le piattaforme di negoziazione dei titoli. In secondo luogo, l'offerta è stata per il momento rifiutata in quanto considerata "non attuabile", lasciando intendere che il governo inglese potrebbe esercitare poteri speciali in funzione dell'interesse nazionale sollecitato dai sostenitori della Brexit; una risposta sovranista e non di mercato.

Ma va anche ricordato ch*e nel 2007 il London Stock Exchange aveva acquisito la Borsa italiana SPA* non tanto per il modesto numero delle società quotate (mai oltre le 300 unità) sul MTA (mercato telematico azionario), quanto e soprattutto per il MTS (mercato dei titoli di stato) sulla cui piattaforma tecnologica si negoziano, con elevati profitti, cospicui quantitativi unitari all'ingrosso di titoli di Stato quotati e non quotati.

Una piattaforma tecnologica che potrebbe risultare strategica per l'economia italiana e sulla quale, in caso di trasferimento ai cinesi, il MEF potrebbe esercitare i poteri speciali previsti dalla legge 30 maggio 1994 n.474 (TUC art 104 bis, comma 7), nel rispetto del diritto italiano. Ancora una volta una potenziale risposta non di mercato. Ancora più di recente il London Stock Exchange ha invece perfezionato l'acquisizione di Refinitiv, un colossale data provider, che opera nel campo dei big data, al fine di creare una importante infrastruttura per i mercati finanziari.

Anche in questo caso si segnala l'importanza della integrazione delle piattaforme tecnologiche per la gestione dei mercati dei capitali di rischio e di debito. È bensì vero che da anni l'appetito delle più diverse borse valori si rivolge al LSE (London Stock Exchange) e allo studio

di come acquisirlo entro i propri confini operativi perchè LSE quota oltre 2600 società provenienti da circa 60 paesi, costituendo il segmento più importante dell'intero sistema finanziario inglese. Ma le offerte di acquisto o scambio provenienti da altri Stock Exchange sono sempre state rifiutate dal board della borsa di Londra. Ad esempio, nell'anno 2000 la Borsa di Londra rifiutò l'offerta di acquisto e scambio da parte del gruppo svedese Om, che controllava e gestiva la Borsa di Stoccolma.

L'offerta fu considerata "inappropriata", in quanto in caso di successo gli azionisti LSE avrebbero detenuto il 18,5% di Om. Ci provò inutilmente anche il Nasdaq USA nel 2006, con una offerta in contanti di £ 2,7 miliardi ovvero 1.243 per azione rivolgendosi direttamente agli azionisti. Il Nasdaq si rivolse quindi direttamente agli azionisti dopo che il board del LSE ha rifiutato quest'offerta, ma gli azionisti non risposero all'offerta. Più tardi nel 2016 ci provò altrettanto inutilmente anche la Deutsche Borse con una proposta di fusione da 25 miliardi di euro con London Stock Exchange Group volendo dimostrare la opportunità di integrazione delle piattaforme tecnologiche.

A fronte di siffatti eventi passati e presenti, pare opportuno domandarsi se lo shopping delle borse valori europee da parte di colossi finanziari extra europei dotati di sempre più potenti piattaforme tecnologiche per le negoziazioni dei titoli sia dietro l'angolo.

A questo proposito preoccupa che gli Stock Exchange della UE sono tutt'oggi dispersi su tutto il territorio europeo con dimensioni dei listini assai modeste sia per numero delle società quotate sia per capitalizzazione di borsa. Secondo il rapporto annuale della FESE (Federation of European Securities Exchanges) nell'anno 2018, operavano 35 mercati che negoziavano azioni, obbligazioni e derivati distribuiti in 30 paesi con 19 full members, 1 affiliato ed un osservatore. Mercati su cui erano quotate 8456 società di cui appena il 12% straniere.

Nel confronto con il LSE che raggruppa oltre 2600 società quotate appare evidente la marginalità e debolezza dei singoli mercati dei capitali mobiliari, tuttora dispersi sulle più diverse piattaforme tecnologiche. Tra queste figura Euronext con all'incirca 860-870 società quotate, mentre la borsa di Francoforte non raggiunge il numero di cinquecento società quotate. È un giardinetto di borse valori che potrebbe fare gola a molti, ma alla cui difesa "sovranista" potrebbero risultare inefficaci i poteri speciali dei singoli stati.

Una prima considerazione che si può trarre dagli eventi descritti e dalle realtà riassunte in pochi dati e che appare opportuna prima che si avvii lo shopping delle piccole borse valori europee da parte di qualche altra borsa valori non UE anche in chiave anti euro è chiedere alla nuova Commissione europea sia di portare a termine il progetto della costruzione del mercato unico europeo dei capitali, sia di procedere a favore alla aggregazione su di un'unica piattaforma tecnologica delle negoziazioni condotte dai 36 Stock Exchange europei.

Sarebbe *il primo passo per cominciare a dare vita alla costruzione dello ESE-European Stock Exchange*, dotato di ottomila e seicento società quotate costituirebbe una piattaforma tecnologica per il mercato dei capitali in grado di competere con i più importanti centri finanziari del mondo. Il sovranismo degli stati europei con i loro poteri speciali non farebbe da scudo allo shopping delle borse valori, a meno di non mantenere uno asfittico mercato dei captali che impedirebbe lo sviluppo tecnologico ed economico europeo.

# 18. Minibot, debito giapponese e Italexit: le tre follie sovraniste

17 Giugno 2019

Il sogno dei minibot e l'insostenibile seduzione del debito giapponese (non paragonabile al nostro) fanno pensare che i sovranisti abbiano una strategia di politica economica che rischia di portare l'Italia fuori dall'euro.

Ai sovranisti che ritengono che i *minibot* siano il frutto di un colpo di genio dell'oggi va ricordato *il caso degli Assignat francesi emessi dal governo della Rivoluzione francese* e che per sette anni sconvolsero l'economia e il popolo francese. Rousseau era già morto fin dal luglio del 1778 e forse sarebbe stato avverso agli Assignat. A corso di moneta corrente il governo di allora emise gli Assignat, una moneta cartacea il cui valore era collegato al valore dei beni dell'asse ecclesiastico espropriato dai rivoluzionari. In breve tempo gli Assignat *divennero carta straccia* (scacciando la moneta buona) e la *rivolta popolare* che ne conseguì portò alla distruzione delle macchine che le avevano stampate.

Ciò premesso, ai sovranisti indifferenti alla conseguente crescita dello stock del debito pubblico va anche ricordato che sia Ignazio Visco nelle sue Considerazioni finali, sia Paolo Savona nel recente discorso da presidente della Consob al mercato, hanno spiegato la semplice legge ferrea che governa l'andamento del rapporto debito-PIL. È anche un antico teorema che si insegnava nei corsi di politica economica, che dimostra che l'andamento del rapporto dipende a sua volta dal rapporto tra il saggio dell'interesse sui titoli pubblici e il saggio di crescita del PIL nominale. Se cresce la sfiducia sul debito pubblico che incorpora i minibot, ne consegue l'aumento dei tassi medi sui titoli di Stato ed il loro sorpasso del tasso di crescita del PIL nominale, nelle condizioni odierne di stagnazione economica, assenza di inflazione, inesistente produttività dei fattori, impossibilità di agire sul cambio governato dalla BCE.

Il grafico che segue mostra che *negli ultimi trenta anni il rapporto tra* tasso medio dei titoli di stato e crescita nominale del PIL è sempre stato superiore all'unità, tranne alcuni anni in cui i governi in carica ottennero la fiducia dei mercati, il che comportò la riduzione del rapporto e il suo approssimarsi all'unità, ma anche la sua crescita nel 2018 e 2019 a causa della sfiducia dei mercati finanziari interni e interna

#### 19. I minibot: una furbata da incubo

3 Giugno 2019

La strampalata idea del leghista Borghi di utilizzare вот in piccoli tagli come mezzo di pagamento e farli diventare una quasi seconda moneta al posto dell'euro piccona ancora di più la credibilità dell'Italia e può creare gravi problemi sui mercati.

Momento peggiore non poteva essere scelto per fare *perdere ancora una volta la faccia nei confronti della* UE al governo gialloverde, che sempre dimentica che sui temi della politica economica valgono più gli annunci che non i fatti nel condizionare le aspettative degli operatori economici nazionali e internazionali.

E così, in occasione della attesa risposta della Commissione UE alla lettera del ministro Tria sui provvedimenti da adottare per controllare la dinamica del nostro debito pubblico, il lessico del Governo che ha già eliminato la grammatica, la sintassi, la complessa declinazione dei verbi, la geometria degli angoli, ora si appresta a stravolgere il significato di un acronimo universalmente noto e apprezzato: BOT, *Buono Ordinario del Tesoro*. Questo, come tutti sanno, rappresenta l'unità di misura di un contratto che il Tesoro contrae con il sottoscrittore del BOT stesso impegnandosi a rimborsare il capitale alla scadenza e a corrispondere un interesse a tasso fisso o variabile che sia secondo contratto. Come per altro è noto, il BOT in forma cartacea non esiste più da tempo, essendo stato dematerializzato e ridotto a scritture contabile nel portafoglio dei sottoscrittori.

Queste semplici clausole contrattuali e prassi contabili sono ignorate dal Presidente, per parte della Lega, della Commissione Bilancio della Camera Claudio Borghi, già professore a contratto nell'Università e esponente di punta del movimento Italexit, malgrado il terrificante e grottesco esempio di Brexit. Il Presidente Borghi propone infatti al Tesoro italiano di emettere dei BOT con tagli talmente piccoli (i famosi minibot) da poter essere utilizzati anche come mezzo di pagamento degli scambi più minuti. Una seconda quasi moneta, pronta – nei sogni del Presidente Borghi – a sostituire il tanto odiato euro e la sottostante stabilità finanziaria e monetaria.

Se i propositi del Presidente Borghi si realizzassero *l'Italia dispor*rebbe di una quasi moneta con tutte le caratteristiche dei BOT: rimborsi alla scadenza, emissione con procedure di asta competitiva, pagamento di un interesse, assenza di circolazione cartacea e di contante. E così i mercati finanziari potrebbero votare e speculare direttamente e in ogni istante sul valore della nuova quasi moneta italiana nei confronti delle altre valute senza dover ricorrere a costose e incerte valutazioni del rischio di default del debito sovrano italiano cui tutti i mini BOT emessi appartengono di diritto.

Dopo le proposte del oro alla patria e la dichiarazione di avere abolito un fatto (la povertà) e *la furbata della quasi moneta del Borghi BOT*, vi è ancora chi accusa la UE di considerare il governo giallo verde al pari di un ospite da tenere lontano dai necessari colloqui per la formazione dei nuovi organi di governo della UE.

A fronte di siffatta situazione di stagnazione decennale vi è chi guarda affascinato al Giappone e al suo rapporto debito-PIL di quasi il 200 per cento. Purtroppo, da narrazione di qualche fantasioso economista a supporto del governo gialloverde, che è afflitto da reiterata ingordigia per la spesa pubblica in disavanzo e che privilegia la volontà della politica rispetto alla volontà dei tecnici al governo, il fascino per il Giappone ha colpito anche Paolo Savona. Il presidente della Consob ha affermato nel recente discorso al mercato che l'esempio del Giappone è istruttivo: "Se la fiducia nel paese è solida... Livelli di indebitamento nell'ordine del 200 per cento non contrastano con gli obiettivi perseguiti i dalla politica".

Purtroppo, si tace sul fatto che il debito pubblico del Giappone è nei fatti un debito pubblico interno (soltanto il 6% è nelle mani di investitori esteri), mentre quello italiano è posseduto per circa il 30-35% da investitori esteri pronti a lasciare in caso di sfiducia. I grafici che seguono comparano la composizione del debito pubblico del Giappone con quello dell'Italia.

Il debito pubblico dell'Italia: investitori domestici ed esteri.

Il debito pubblico del Giappone: investitori domestici ed esteri

La costante e quasi maniacale attenzione che i sovranisti italiani mostrano per la ricchezza finanziaria delle famiglie, il sogno di un debito pubblico italiano posseduto interamente da investitori domestici (come in Giappone), l'ingordigia per la spesa pubblica in disavanzo, fanno sospettare l'esistenza di un progetto di politica economica teso a liberare la gestione del debito italiano dai condizionamenti dei mercati finanziari internazionali o dalla minaccia di fughe di capitali.

Per realizzare questo progetto sovranista (*a ogni governo la sua moneta*) occorrono in fase di avvio *i minibot, che poi scacceranno la moneta buona* (l'Euro il cui rapporto di cambio è nelle mani della BCE e che rischia di finire nelle mani tedesche).

Poi sarà la volta del *debito pubblico interamente nelle mani italiane da rideterminare in minibot*, passo indispensabile per i sovranisti accorati sostenitori dell'Italexit. Una volta era noto come *piano B* dagli incerti contorni, oggi sarebbe un progetto da denominare il *GiRo* (Giappone-Roma). Spero di sbagliarmi.

# 20. Commissione banche, specchio di un delirio politico inquisitorio

8 Aprile 2019

L'istituzione senza limiti e con un raggio d'azione amplissimo della Commissione parlamentare d'inchiesta sulle banche rischia solo di accentuare l'incertezza dei mercati finanziari

I mercati finanziari italiani, che già soffrono della incertezza della politica economica del governo gialloverde, saranno fra breve investiti da un venticello dal vago sapore antieuropeo che accrescerà il grado di incertezza sui mercati medesimi. Nuova incertezza originata dalla istituzione della nuova Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario italiano, frutto di un delirio politico inquisitorio.

Già il Presidente Mattarella aveva eccepito che fosse stato omesso un limite temporale alla attività della Commissione che potrà così indagare fino alla fine della legislatura, su fatti, misfatti, supposti truffatti, persone e istituzioni private e pubbliche, che abbiano agito entro i labili confini della finanza pubblica e privata. Analoga manifestazione di inciviltà giuridica consiste nella omissione di un limite temporale "all'indietro": ad esempio *limitare le inchieste agli atti e ai supposti misfatti* avvenuti fino all'insediamento della Commissione stessa.

Per effetto delle due omissioni è ragionevole ritenere che all'insediamento della Commissione seguiranno l'ingessatura e un grave condizionamento delle scelte finanziarie di tutti i soggetti partecipanti ai mercati finanziari italiani. Anche perché è facile prevedere che la Commissione sarà inevitabilmente e politicamente portata ad "aprire un fascicolo" sui fatti e presunti misfatti e autodenunce di truffa finanziaria che dovessero insorgere lungo lo scorrere del tempo della sua lunga attività inquisitoria. Infatti, l'art. 3 (competenze della Commissione) elenca all'incirca trenta ambiti su cui indirizzare le inchieste della Commissione.

Ma tale articolo appare anche come l'assemblaggio non ragionato e disordinato dei titoli dei paragrafi dei manuali di economia e diritto bancario, finanziario e assicurativo, con incursioni nei manuali di diritto penale e amministrativo. Specchio di un delirio politico inquisitorio

tradotto in norme che *farebbe invidia alla ex Stasi tedesca* o alla ex Ghepeu sovietica. Ad esempio, l'art 3 muove infatti dalla istituzione di una procura speciale per i reati finanziari (art 3, c t lett. b), per proseguire con l'analisi critica di diritto comparato degli Stati della UE (lett. c) e con un inopinato e incomprensibile riferimento al debito pubblico per il quale si intende (lett. n) analizzare e valutare il debito pubblico nella componente di esposizione al rischio in relazione alle garanzie sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS).

Dato lo sconfinato elenco di competenze, la Commissione potrà ogni volta scegliere quale ambito indagare a seconda della convenienza politica ed elettorale del momento più opportuno: fatta salva la norma pulcinella del segreto d'ufficio e *il servizio di intelligence dei grillini*. Giocherà un ruolo importante il presidente della Commissione che dovrebbe avere tutti i meriti di Phil Angelides, laureato ad Harward, tesoriere dello Stato della California, noto e apprezzato politico e conoscitore del mondo finanziario e, per questi suoi meriti, presidente della *National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* che lavorò ai tempi della amministrazione Obama.

Nel caso dell'Italia, a fronte di siffatto delirio inquisitorio tradotto in norme è ragionevole prevedere che all'insediamento della nuova Commissione seguirà l'ingessatura se non la paralisi dell'intero sistema bancario e finanziario italiano. Stupisce pertanto che nel corso del dibattito parlamentare dedicato alla istituzione di siffatta Commissione nessun rappresentante delle forze politiche di maggioranza o di minoranza abbia accennato e tenuto presente che il sistema finanziario nei suoi tre segmenti *creditizio, mobiliare e assicurativo,* è per sua natura strutturalmente e finanziariamente instabile e soggetto a crisi di più o meno ampia portata che possono sfociare in crisi sistemiche: anche nel caso del più corretto, responsabile, trasparente comportamento di tutti gli addetti ai lavori.

Come è noto da sempre, anche se espunto dalla cultura economica silvo-pastorale coerente con la teoria della decrescita felice, non esiste la condizione operativa del "rischio zero": sia per i prenditori di fondi (e imprese finanziarie e non finanziarie) sia per i fornitori dei fondi (le famiglie risparmiatrici). Poiché è altrettanto ragionevole che nel corso dei prossimi anni si manifesti una crisi finanziaria nello sconfinato

settore su cui la Commissione è chiamata ad indagare, *ogni operatore* economico e finanziario si sentirà sul collo il fiato della Commissione stessa pronta ad intervenire su ogni sospetto di misfatto finanziario dato che, con minacciosa chiusura dell'art.3, lett. v, la Commissione potrà procedere alle eventuali ulteriori indagini necessarie al corretto svolgimento dei lavori della Commissione in relazione alle competenze previste dal presente articolo".

Come risponderanno i mercati finanziari a fronte di siffatto delirio inquisitorio è quanto di più incerto che oggi si possa presumere. Ad esempio, per quanto riguarda l'impossibilità pratica e teorica del "rischio zero", non è dato di sapere quale sarà la reazione a fronte della valutazione affidata alla Commissione per accertare se il "rischio di mercato, determini una lesione dei principi di concorrenza alla base del mercato unico (art.3, comma 1, lett. e); oppure quanta incertezza si generi sul mercato a fronte della facoltà di (lett. l) indagare sulla solidità, efficienza organizzativa e stato di incertezza del sistema dei confidi e sul rischio di impatto (?) di questi sugli enti pubblici sia in qualità di sottoscrittori sia in qualità di contro assicuratori; ma anche quali e quante iniziative attendere dal comma 3 che consente alla Commissione di indagare sulla correttezza del collocamento presso il pubblico, con riferimento ai piccoli risparmiatori e agli investitori non istituzionali, dei prodotti finanziari, soprattutto di quelli ad alto rischio, e con particolare riguardo alle obbligazioni bancarie e alle obbligazioni di società e compagnie commerciali, siano esse in attività o fallite o in liquidazione, che non abbiano rimborsato i rispettivi titoli agli investitori.

In conclusione, alla incertezza di oggi e di quanto avverrà dopo le elezioni europee, *la futura pratica del delirio inquisitorio* aggiungerà incertezza ad incertezza lungo un ampio arco di tempo, con inevitabili effetti negativi sul funzionamento dei mercati finanziari perennemente esposti a rischi operativi di controparte e di mercato e sulle aspettative degli operatori e dei risparmiatori.

# 21. Elezioni europee vademecum per i sovranisti senza sovranità

Marzo 2019

Nella retorica sovranista la campagna elettorale per le elezioni europee di maggio abbonda di altisonanti quanto vuoti proponimenti sotto i quali c'è il nulla — Ma soprattutto i sovranisti nascondono la realtà più importante: per cambiare l'Europa bisogna perdere sovranità da parte dei singoli Stati.

La campagna elettorale per le prossime elezioni europee si è da tempo avviata grondando di parole con cui vestire il nulla. In particolare, *nel lessico sovranista del governo gialloverde* abbondano bellicosi e altisonanti proponimenti per cambiare questa Europa, per mandare a casa i burocrati di Bruxelles, per fare contare di più l'Italia e così via.

Come già sperimentato nella campagna elettorale che ha portato alla nascita di questo governo, mai si fa accenno agli strumenti da adottare per raggiungere siffatti risultati. Stante la modesta credibilità dell'attuale coalizione pare del tutto impossibile che questa possa esercitare sufficiente pressione per portare dalla sua parte altri governi e altri schieramenti. In particolare, i sovranisti tacciono che per "cambiare l'Europa" occorre perdere sovranità da parte dei singoli Stati. A meno che per accrescere la propria sovranità non si voglia imitare il traballante Regno Unito senza neppure disporre della memoria dei fatti dell'impero. Memoria che nel caso dell'Italia mal si presta a commuovere le masse anche nella vulgata più riduzionista dei guasti del ventennio mussoliniano.

Poiché molte delle proposte degli ostruzionisti non possono che transitare per il bilancio della UE, è opportuno ricordare e ai loro potenziali elettori che le norme dei trattati che regolano il bilancio della UE hanno radici nel passato, frutto di decisioni squisitamente politiche e non burocratiche. In questo caso la memoria storica potrebbe imporre ai sovranisti di vestire le parole con i contenuti.

Infatti, la predisposizione, la gestione e il controllo del bilancio annuale della UE hanno la loro base giuridica nei trattati dell'Unione che si sono susseguiti nel tempo.

È una lunga storia che si avvia con il trattato di Roma del 1957 ove furono definite sia le prime procedure di consultazione del Parlamento europeo da parte della Commissione europea per la formazione e del bilancio, sia il vincolo del bilancio in pareggio: ovvero che il bilancio è finanziato integralmente tramite risorse proprie. Seguirono il trattato del Lussemburgo nel 1970 e l'Atto unico europeo che definirono nuove procedure per la codecisione e la cooperazione tra le istituzioni i comunitari e il Parlamento europeo. Infine, il trattato di Lisbona nel 2007 ha assegnato al Parlamento europeo un nuovo ruolo sul bilancio della Unione in precedenza assegnato alla sola Commissione Europea (UE Trattati consolidati, art.14). È una lunga storia che ha sempre mantenuto il rigido vincolo del bilancio UE in pareggio.

Nel frattempo, nuovi stati hanno aderito all'UE. Oggi sono in numero di 28 in attesa, se avverrà, della uscita del Regno Unito dall'UE.

Si aggiunga che il *Trattato di Lisbona ha posto alcuni nuovi formali e generali (forse generici) obiettivi* cui deve essere finalizzato il bilancio dell'Unione (UE, *Trattati consolidati*; Titolo 1, *Disposizioni comuni*; art.2, art. 3). In particolare, tra gli obiettivi vanno ricordati: uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia; lo sviluppo sostenibile basato su una crescita economica equilibrata; una economia sociale di mercato fortemente competitiva che miri alla piena occupazione, al progresso sociale e alla qualità dell'ambiente; il progresso scientifico e tecnologico; la coesione economica, sociale e territoriale. Sono obiettivi di politica di bilancio necessariamente di lungo periodo che richiederebbero anche specificazioni di tipo quantitativo da programmare nel tempo, ma che purtroppo difettano.

Non dimentichino sovranisti di avvertire i loro elettori che per il perseguimento di siffatti obiettivi, a seguito dell'entrata in vigore del trattato di Lisbona, il Parlamento europeo condivide, oltre che con la Commissione anche con il Consiglio europeo il potere, seppure non vincolante, di decidere sull'intero bilancio annuale dell'UE nel rispetto degli obiettivi, dei vincoli e delle procedure molto complesse disciplinate dal trattato stesso. Ad esempio, l'esercizio dei poteri che governano il bilancio dell'UE si avvia ogni anno con il Consiglio dell'UE che adotta il bilancio annuale dell'UE insieme al Parlamento europeo mediante una procedura legislativa speciale, sulla base di una proposta della Commissione. Il Consiglio, tuttavia, può rettificare il bilancio annuale adottato, insieme al Parlamento euro-

peo e formula una raccomandazione destinata al Parlamento stesso sull'opportunità di dare atto alla Commissione dell'esecuzione del bilancio annuale (UE, Consiglio europeo, 2016).

Nei fatti, lo ricordino i sovranisti ai loro elettori, l'equilibrio raggiunto tra i molteplici poteri che governano tutte le fasi del bilancio dell'Unione altro non è che il risultato finale della combinazione delle più diverse negoziazioni tra gli Stati. Ne consegue che un governo come quello gialloverde, il cui bilancio pubblico è sempre sottoposto a potenziali procedure sanzionatorie, non avrà molto peso del definire i nuovi equilibri, qualunque sia la maggioranza parlamentare che uscirà dalle prossime elezioni europee. Ma è anche vero che siffatto equilibrio altro non è che la conseguenza della cessione soltanto parziale di sovranità da parte degli stati membri a favore dei poteri dell'Unione. Ne consegue il rischio di immobilismo e/o lungaggini burocratiche/procedurali nell'azione dell'Unione, soprattutto nel caso di negoziazioni fallite e della conseguente mancata unanimità.

Gli esempi più significativi del *rischio di potenziale immobilismo* nell'affrontare i problemi economici e sociali emergenti in seno all'Unione o di cristallizzazione dell'azione dell'Unione stessa riguardano principalmente le procedure per l'adozione del QFP-Quadro finanziario pluriennale, (UE 2010, *Trattati consolidati*; Titolo II; Capo 2.). Questo documento infatti costituisce il vero e proprio architrave e vincolo per la predisposizione e la gestione del bilancio annuale (UE 2010, Trattati consolidati, Capo 3).

Analogo è il caso delle delibere relative alle risorse proprie dell'Unione (UE 2010, *Trattati consolidati*; Titolo II; art. 310, comma 4); al pari di quello per l'approvazione degli emendamenti apportati al bilancio annuale nel corso dell'esame parlamentare (UE 2010, *Trattati consolidati*; art. 294, comma 9).

Nel primo caso, è il Consiglio europeo che deve deliberare all'unanimità l'approvazione del QFP (UE 2010, *Trattati consolidati*; art. 312, comma 2), previa approvazione del Parlamento che invece si pronuncia a maggioranza dei suoi membri. In questo caso, per esemplificare un possibile conflitto, può succedere che i parlamentari di uno stato membro non votino il QFP e che anche il loro rappresentante in Consiglio europeo, per coerenza politica con il voto dei

suoi parlamentari, non approvino il QFP facendo così venire meno l'unanimità dei votanti.

Nel secondo caso, quello che riguarda le disposizioni relative al sistema delle risorse proprie dell'Unione, è ancora una volta il Consiglio che deve deliberare secondo una procedura legislativa speciale che prevede l'unanimità di voto dei suoi membri, previa la sola consultazione del Parlamento europeo (UE. 2010, *Trattati consolidati*; art. 311). Si aggiunga che la eventuale decisione di istituire nuove categorie di risorse proprie o di sopprimerne una esistente: entra in vigore soltanto previa approvazione degli Stati membri conformemente alle rispettive norme costituzionali.

Non dimentichino i sovranisti che il trattato, infine, prevede una apposita e complessa procedura per gli emendamenti che siano stati approvati a maggioranza dei membri del Parlamento europeo. In questo caso, il progetto di bilancio così emendato è trasmesso al Consiglio e alla Commissione affinché giungano ad una soluzione condivisa.

Ma nel caso sorga un conflitto sul contenuto degli emendamenti spetta al solo Consiglio deliberare all'unanimità sugli emendamenti (UE 2010. Trattati, consolidati art. 294, comma 9), approvandoli o respingendoli. Ovvero la unanime volontà dei capi di stati o di governo prevale su quella dei membri della Commissione e del Parlamento.

Infine, va ricordata *una serie di norme e di vincoli per la gestione* delle spese e delle entrate del bilancio dell'Unione che riguardano:

- a) il rispetto del principio dell'equilibrio del bilancio (inteso come bilancio in pareggio) che impone all'Unione di garantire che le spese siano finanziate entro i limiti delle risorse proprie dell'Unione (UE 2010. Trattati consolidati Titolo II, art. 310, commi 1 e 4);
- b) il rispetto del principio di annualità dei bilanci, per cui le spese iscritte nel bilancio sono autorizzate soltanto per la durata dell'esercizio finanziario annuale.

Al termine di questo *vademecum per i potenziali elettori sovranisti* va ricordato al governo sovranista di tipo giallo verde che per cessare di vestire con le parole il nulla, dovrà convincere i suoi potenziali elettori che per "cambiare la UE" si deve perdere (ahimè!) sovranità interna e che per non essere minoranza irrilevante nel parlamento dovranno essere politicamente credibili e affidabili nei confronti degli altri paesi e delle loro élite.

Una strada in salita per chi non dovrebbe mentire agli elettori italiani ed europei con parole che vestono il nulla, che ricorre alla spesa pubblica a gogò per consensi di breve periodo; che trascura ogni accenno alla scandalosa evasione fiscale il cui gettito potrebbero essere riservato alla riduzione dello stock del debito pubblico in ammontare assai più consistente che gli annunci sulla crescita del PIL.

## Reddito di cittadinanza, mina vagante sui conti pubblici

11 Marzo 2019

L'introduzione del reddito di cittadinanza è un salto nel buio per gli equilibri di finanza pubblica: nel bilancio dello Stato entra una nuova voce di spesa di natura permanente, con oneri di difficile previsione ma di sicuro effetto sul debito.

Come si legge nei buoni manuali di scienza delle finanze, *la dinamica di molte spese pubbliche dipende* dagli effetti automatici e ampiamente imprevedibili sul bilancio generati *dall'esercizio di alcuni diritti del singolo cittadino*: così come si esemplifica nel caso del diritto alla tutela della salute e così come ci si dovrebbe predisporre e attrezzare per il caso del *reddito di cittadinanza*. È infatti un tema trascurato dal confuso dibattito sulle conseguenze finanziarie della legge che ha introdotto il reddito di cittadinanza. Tema per altro coperto dalla polemica sulla TAV che ha distrutto ogni credibilità scientifica relativa all'utilizzo all'italiana dell'analisi costi-benefici come strumento di supporto alle decisioni dei policy maker.

Ma l'incombente salto nel buio per gli equilibri di finanza pubblica è invece garantito, seppure nell'allegrezza generale del governo gialloverde quantomeno nel prossimo futuro, con inevitabili effetti sul perfido rapporto tra incertezza finanziaria e andamento dei tassi sui titoli pubblici.

Qui si rammenta soltanto che, ottenuto il via libera dalla Commissione europea per il finanziamento in deficit del reddito di cittadinanza, è stato messo sotto il tappeto il fatto che *nel bilancio pubblico italiano è stata inserita una nuova voce di spesa di natura permanente* cui dovrà essere garantita adeguata copertura finanziaria, auspicabilmente evitando di continuare a ricorrere a *nuovo debito pubblico*. Trattasi di spesa di natura permanente poiché l'esperienza insegna che una volta inserito tale provvedimento nell'armamentario del welfare, diviene *politicamente impossibile una sua cancellazione* quantomeno nel medio periodo.

Purtroppo, è *un onere finanziario di difficile previsione* poiché siffatta spesa non sarà governata dal ministro competente in carica, ma dalle *diverse opzioni individuali e soggettive dei multiformi soggetti* cui la legge ha assegna il diritto di richiedere il reddito di cittadinanza. Soggetti che si differenziano per età, sesso, condizione economica e famigliare, grado di istruzione, attitudine al lavoro, posizione geografica e via elencando, il cui incrocio non potrà che generare una serie di combinazioni che soltanto un apposito sistema informatico potrà gestire e via via correggere e adeguare in base alle prime sperimentazioni. Ma nell'allegria finanziaria della progettazione del provvedimento, di quanto sopra non vi è traccia, essendo anche i navigator persone fisiche e non una rete di calcolatori appositamente programmati e costosi.

In sintesi, il governo gialloverde ha messo *nelle mani del popolo italiano un nuovo assegno in bianco* che il popolo stesso potrà presentare all'incasso ogni qual volta ritenga di possedere i requisiti per goderne i benefici.

In previsione di una lunga fase di stagnazione dell'economia italiana nessuno si deve sorprendere, né oggi né domani, se sempre più difficile e dolorosa sarà la gestione del debito pubblico, via via crescente in percentuale del PIL: è soltanto il risultato dell'attuale mancato rispetto della legge ferrea che, superata la breve stagione della allegria finanziaria, dovrà guidare la prossima predisposizione del Documento di programmazione economica e finanziaria per gli anni a venire, insieme ai successivi i bilanci pubblici.

Riuscirà il governo populista gialloverde ad abbandonare l'allegria finanziaria o preferirà lasciare in mano altrui la patata bollente che esso stesso ha cucinato?

# 23. L'Europa e la sfida del renminbi: ci vorrebbe un New Deal

26 Marzo 2019

La campagna per le elezioni europee di maggio è lontana anni luce dai problemi sul tappeto, a partire dalla convertibilità della moneta cinese in euro e dagli arbitraggi sui titoli di Stato dei Paesi sovrani — Per fronteggiare le nuove sfide non si può ricorrere alle peggiori pratiche in voga ma occorrerebbe ripensare la grande lezione di Roosevelt e agire di conseguenza con un vero New Deal europeo.

È ragionevole ritenere che nel corso della legislatura del Parlamento europeo che si aprirà a fine maggio la moneta cinese (yuan o renminbi), a fronte dello sviluppo degli scambi internazionali del gigante asiatico, diverrà convertibile nelle altre monete, dollaro ed euro compresi. Può essere che l'incessante processo di innovazione finanziaria comporti prima che lo yuan sia negoziato su un mercato non ufficiale gel tipo OTC o tipo shadow banking, poi per forza delle cose e degli interessi sottostanti, al pari di ogni moneta divenuta forte, assuma il rango di moneta di riserva delle banche centrali al pari del dollaro e dell'euro.

Non dovrà pertanto stupire se la Banca centrale cinese procederà ad investire in titoli pubblici emessi dagli stati sovrani europei: Italia compresa.

### Il futuro difficile dell'euro

In questo contesto, gli arbitraggi che oggi avvengono principalmente tra due sole monete forti (dollaro e euro) riguarderanno domani tre monete, con ogni probabilità a danno della moneta che si presenterà con l'economia sottostante più debole. Forese la UE? Ciò è soltanto un esempio dei problemi che dovrà affrontare la UE nel corso della prossima legislatura, per il cui agire in Italia si sollecitano riforme tanto profonde quanto mai specificate.

Ne consegue che il dibattito che si sta sviluppando pare lontano anni luce dalla conclamata importanza delle prossime elezioni europee. Si indicano gli obiettivi, sovente graditi alla pancia degli elettori, ma si tace sugli strumenti per realizzarli, così come sulle riforme a questi coerenti, ma forse sgradite nei sondaggi del consenso immediato.

### L'esempio degli USA di Roosevelt

La storia documenta che alcune best practicies di metodo di governo possono risultare ancora valide. Se oggi alcuni ambiscono ad emulare sia The Donald in salsa italiana (Italy first) sia il suo ex consigliere Steve Bannon (auto dichiaratosi estimatore di Julius Evola, noto filosofo ai suoi tempi filonazista), più opportuno sarebbe che altri ambissero ad emulare e a prendere lo spunto dai comportamenti del democratico presidente degli USA F.D. Roosevelt.

Questi, come si legge nei buoni libri, per contrastare la crisi economica degli anni trenta dell'altro secolo e per dare avvio al secondo "new deal", senza toccare i poteri della Fed (istituita nel 1913) riguardanti la politica monetaria e la forza del dollaro, prima riformò i mercati finanziari separando le banche commerciali dalle banche di investimento (Banking Act del 1932 e Glass Steagall Act del 1933); poi riformò il mercato mobiliare (Securities Act del 1933); poi istituì la SEC-Securities and Exchange Commission (1934), infine, per offrire una protezione dai rischi futuri dei lavoratori, degli anziani e dei bambini emanò nel 1935 il Social Security Act.

Anche *la riforma della UE* dovrebbe comportare un prima e un poi con le relative priorità e correlazioni tra queste.

### I problemi dell'UE

La politica italiana, che a suo tempo promosse e partecipò al primo new deal dell'Europa avviatosi con la sottoscrizione del Trattato di Roma, oggi stupisce che si limiti nella avviata campagna elettorale a proporre, voltandosi all'indietro, provvedimenti bagatellari come escludere gli investimenti pubblici dal computo del disavanzo pubblico primario o rivedere i coefficienti per il calcolo del reddito potenziale.

Si tacciono così i grandi problemi che stanno davanti e alla base della attuale cristallizzazione dell'azione della Unione Europea, che invece si ambisce a rifondare. Si tace sulla necessità di una politica fiscale di rango europeo; su di un possibile welfare europeo al pari del Social security act; sui mercati finanziari che saranno esposti agli effetti degli arbitraggi internazionali tra le monete più forti; sul governo della UE e sui nuovi e necessari poteri per fronteggiare la forza crescente di altre economie. Sono tutti temi intrecciati tra loro, la cui soluzione con-

dizionerà lo sviluppo economico dell'intera Unione al termine dei trascorsi "decenni dorati" e in prossimità dell'avvio di una probabile stagnazione di lungo periodo.

#### Riformax\ecco cosa si dovrebbe fare

Qui se ne ricordano soltanto alcuni al momento assenti nella campagna elettorale per le elezione del prossimo maggio: la mancanza di un ministro del Tesoro europeo che, affiancandosi alla BCE, guidi la politica di bilancio dell'Unione; l'irrisorio gettito fiscale che alimenta il bilancio della UE e che impedisce ogni politica redistributiva e anticongiunturale; il contrasto allo sviluppo dei paradisi fiscali e alla concorrenza fiscale entro la UE (Cipro, Malta, Olanda e Lussemburgo) capillarmente gestita con potenti tecnologie informatiche per sfuggire alla tassazione dei redditi; la mancata realizzazione dell'unione bancaria e quella del mercato dei capitali di rischio; l'assenza di un'autorità indipendente per il controllo del mercato azionario e obbligazionario dei capitali di rischio che si affianchi e in parte sostituisca le autorità nazionali (la Consob nel caso dell'Italia); la condivisione e la mutualizzazione dei rischi dei debiti pubblici nazionali che, più che per la loro dimensione, spaventano per la reiterata sfiducia sui mercati indotta dalla sottostante attività del governo.

Infine, se l'articolo 50 del trattato di Lisbona può essere invocato per uscire dalla UE o per rientrarvi come sta insegnando il caso Brexit, senza invocare la UE a due velocità, gli stati sovrani più riottosi, nel rispetto delle regole comuni, dovrebbero essere posti in quarantena, ad esempio nel caso della violazione dei più elementari diritti civili.

Se il trattato di Roma, con relativa perdita di sovranità degli stati aderenti, innescò il primo new deal della Comunità europea, il rilancio della UE nel contesto internazionale non può prescindere dal considerare che le migliori pratiche di sovranità dell'Europa non consentono l'affermarsi delle peggiori pratiche delle sovranità nazionali.

### 24. tav: la grande bufala dell'analisi costi-benefici

15 Febbraio 2019

La relazione presentata dal ministro Toninelli sulla TAV svilisce completamente il ruolo dell'analisi costi-benefici, non rivela la dissenting opinion rispetto all'indirizzo prevalente voluto dal ministro e non offre al Parlamento la possibilità di scegliere tra scenari socioeconomici diversi.

Chiunque si dedichi alla lettura della relazione voluta dal ministro Toninelli contenente *lo studio dei costi e dei benefici della* TAV, giunto alla fine (pag. 69) della stessa relazione non può che restare interdetto, stupito e fors'anche sospettoso della trasparenza dell'agire dello stesso ministro Toninelli e dei suoi datori di lavoro Casaleggio e Di Maio.

Non si tratta di eccepire sui conti illustrati nella analisi tecnica condotta dalla maggioranza degli esperti, quanto di dover rilevare *l'inutilità di siffatto documento* ai fini della decisione politica della sua approvazione o rigetto da parte del Parlamento. È del tutto evidente che il ministro Toninelli e i suoi sodali non hanno mai sfogliato il testo di analoghi documenti sottoposti al Parlamento.

Non soltanto il lettore non dispone della dissenting opinion del commissario che non ha firmato la relazione finale e che viene degradato dal ministro Toninelli a un semplice tecnico che dice la sua. Il che fa temere che gli altri tecnici della commissione siano stati nominati dal Toninelli stesso affinché non dicano la loro opinione ma quella del ministro dante causa, notoriamente avversa alla TAV. Ma vi è di più.

È buona norma, richiesta dalla politica trasparente, che documenti siffatti siano preceduti dai cosiddetti terms of reference, ovvero dalle domande (non da una sola domanda, caso mai quella preferita dal committente) cui i commissari devono rispondere. Terms of reference del tutto ignoti al lettore o espunti nella relazione finale, nell'ipotesi esistessero.

Per prassi la trasparenza dell'agire politico richiede che i commissari redigano scenari socioeconomici alternativi coerenti con le diverse variabili assunte per giungere al risultato finale. Non si tratta pertanto di ridiscutere le diverse ipotesi e tecnicalità della relazione

tecnica o del prendere o lasciare il solo risultato offerto al parlamento dal ministro Toninelli e dai suoi datori di lavoro.

Si tratta di riportare il ricorso all'analisi costi-benefici al suo ruolo essenziale: offrire ai decisori la possibilità di scegliere tra scenari socioeconomici tutti egualmente possibili, casomai anche quello desiderato dal dante causa. Purché anche questo sia chiaramente esplicitato nel mandato ai tecnici chiamati a rispondere a tutte le domande dei terms of reference. Tecnici una volta tanto odiati dai pentastellati, vedi i casi di Bankitalia, la direzione generale del tesoro, il presidente dell'Inps. E chi ne ha più ne metta.

Diversamente si dovrà valutare al pari di una grande bufala l'analisi costi-benefici applicata al caso TAV così come proposta con imperizia e impudicizia intellettuale dal ministro Toninelli e dai suoi sodali.

# 25. Banca d'Italia, attaccano la sua indipendenza perché è scomoda

11 Febbraio 2019

Gli attacchi di Di Maio e Salvini all'indipendenza della Banca d'Italia generano sfiducia nell'Italia e rivelano l'insofferenza per i giudizi critici di Via Nazionale sulla politica economica del Governo — Anche in passato la Banca d'Italia è stata spesso un bersaglio ma ha sempre saputo difendersi.

Nel corso di un servizio del Tg3 della sera di sabato 9 febbraio Luigi Di Maio ha dichiarato il suo "chi se ne frega" della UE nel caso in cui si dovesse opporre al risarcimento degli azionisti supposti truffati delle banche venete. Dopo il "chi se ne frega dello spread" di Salvini, Di Maio non ha voluto essere da meno.

Nel giorno in cui lo spread toccava i 290 punti base le dichiarazioni del duo Salvini-Di Maio a favore dell'azzeramento di Banca d'Italia hanno per certo contribuito, al pari di un fuoco amico, ad accrescere la sfiducia e il disdoro della opinione internazionale nei confronti del governo giallo verde. Fiducia prima inutilmente invocata dal Ministro Tria.

Era facile prevedere che *Luigi Di Maio avrebbe colto l'occasione della campagna elettorale europea* per sostenere il suo obiettivo di sempre: come far tacere la Banca d'Italia per i suoi impietosi giudizi sulla politica economica del governo, invocando una non meglio precisata e argomentata necessità di discontinuità rispetto al passato.

Alcuni episodi del passato, tra i tanti tra cui scegliere seppure certamente assenti nel deserto culturale dei due vicepresidenti, stanno a testimoniare l'indipendenza della Banca d'Italia dalla politica. *Indipendenza di giudizio ritenuta intollerabile* dal governo giallo verde, alla disperata ricerca del consenso minuto per minuto. La discontinuità perseguita non è nei comportamenti della vigilanza, ma quella più fastidiosa rispetto all'indipendenza di giudizio sui fatti del governo

L'attacco a Paolo Baffi e a Mario Sarcinelli è troppo noto per non essere ricordato: si opponevano al finanziamento di un potente gruppo economico sponsorizzato da un altrettanto potente uomo di governo. Ma si può ricordare il caso della Banca d'Italia, "vigilante e prudente" secondo le parole di Bonaldo Stringer, quando impedì nel 1918, mal-

grado l'opinione contraria del governo di allora, il tentativo di scalata "ostile" nei confronti della Banca commerciale italiana e del Credito italiano da parte di industriali siderurgici genovesi (i fratelli Perrone che controllavano il gruppo Ansaldo) e torinesi (Agnelli e Gualino).

Più tardi, con riferimento alla Edison, nel 1951 il *Governatore Donato Menichella* manifestò ad un rappresentante del governo in carica il proprio rifiuto al raddoppio delle obbligazioni I.C.I.P.U. emesse a favore della Edison, motivando il rifiuto eccependo sul fatto che la Edison non voleva fare un'emissione di capitale poiché le azioni erano sotto la pari. Fu così che Menichella invitò gli amministratori della Edison a trovare le vie per collocare l'aumento di capitale e a non domandare alla Banca d'Italia di toglierli dall'imbarazzo dovuto al fatto che il più grande gruppo italiano abbia "chiesto ai propri azionisti solo pochi soldi e non abbia ottenuto un soldo di finanziamento dall'estero".

Ancora più tardi, nel 1980, in vigenza della prassi delle svalutazioni competitive funzionale alla guerra dei prezzi per le imprese italiane esportatrici, furono sollecitati il governo e la Banca d'Italia perché procedessero alla svalutazione della lira. Ricorderà più tardi l'allora Governatore Carlo Azeglio Ciampi che quando Gianni Agnelli gli chiese, con fare molto diretto, di svalutare la lira, gli venne opposto l'attrito del cambio a quella che era diventata una deriva pericolosa. La Banca d'Italia non voleva più garantire agli industriali la solita comprensione paternalistica a protezione anche della loro incapacità.

Sono esempi, tra i tanti, che hanno concorso a formare nell'opinione italiana e internazionale il convincimento dell'indipendenza di giudizio della Banca d'Italia. Oggi, con la scusa della supposta vigilanza mancata nel caso delle banche venete, il duo Salvini Di Maio vorrebbe azzerare una istituzione scomoda per la loro sconsiderata politica economica.

Hanno l'obiettivo di poter dire al loro popolo, screditando le istituzioni indipendenti, "e chi se ne frega anche della Banca d'Italia".

# Il Governo coccola il "piccolo è bello" ma favorisce la stagnazione

5 Febbraio 2019

Nel contesto di un marginale e declinante capitalismo finanziario ingordo di debito non stupisce la caduta degli investimenti privati che, insieme alle ridotte dimensioni aziendali, segna la stagnazione economica dagli anni '90 e che il Governo populista si guarda bene dal contrastare – Ma il nuovo presidente della Consob che ne pensa?

Il consenso politico ricercato con affanno dal governo populista tra i tanti "piccoli e belli" che affollano l'industria contribuisce alla stagnazione di lungo periodo dell'economia italiana. L'urgenza della crescita dimensionale delle imprese italiane insieme a quella dei loro investimenti privati tesi ad accrescere la produttività dei fattori è drammaticamente assente nella cacofonia declaratoria del governo del popolo. Il ricorso al bilancio pubblico per soddisfare i tanti "piccoli e belli" con facili elargizioni è la via maestra per illudere che si stia combattendo la povertà.

Si vocifera di investimenti pubblici, ma si omette di riconoscere che sono le medie e le grandi industrie quelle che meglio possono sostenere gli investimenti pubblici o privati che siano e che creano stabile occupazione. L'Italia purtroppo difetta di capitalisti finanziari capaci di creare medie e grandi industrie e qualora esistessero sono marginali e al tramonto. Ne è testimone la Borsa italiana.

Nel 1910 Rudolf Hilferding pubblicò a Vienna il libro *Das Finanz Kapital*, tradotto in italiano nel 1976 (*Il capitale finanziario*) e in lingua inglese nel 1981 (*Finance Capital*). Il lungo periodo trascorso tra la prima pubblicazione in tedesco e le edizioni in altre lingue è forse dovuto alla tragica morte del suo autore. Questi infatti, che fu ministro delle finanze in due governi ai tempi della Repubblica di Weimar, fu poi costretto a rifugiarsi in Francia dopo l'avvento del nazismo, ma catturato dalla Gestapo morì a Parigi in un carcere della stessa Gestapo nel 1941.

Si deve a Hilferding il tratteggio della figura del capitalista finanziario ovvero di colui che da imprenditore industriale individuale, passa ad assumere la veste della società per azioni al fine di diversifi-

care le fonti esterne di finanziamento, abbinando al capitale di debito fornito dalle banche, il capitale di rischio ottenuto facendo appello al pubblico risparmio tramite la quotazione in borsa.

Nel panorama dell'economia italiana la *figura del capitalista finanziario* è sempre stata assai marginale. Basti pensare che, tra il 1951 e l'oggi, le società quotate alla borsa di Milano non hanno mai superato le trecento unità; che nel 2018 sono circa duecentocinquanta contro le oltre mille quotate a Parigi, le circa settecento di Francoforte, a Istanbul 381, a Tel Aviv 451 (FESE 2017).

Si aggiunga che nell'arco di tempo 2000-2010 le nuove ammissioni a quotazione di società furono 170 nel caso dell'Italia, contro 633 in Francia, 234 in Germania e 1911 nel Regno Unito (Consob 2010, p. 30). Infine, *dall'inizio della crisi finanziaria del 2007*, non soltanto alcune società quotate hanno colto l'occasione, in presenza della caduta dei corsi azionari, di riacquistare le azioni proprie, promuovendo offerte pubbliche di acquisto, ma anche di effettuare il delisting della società stessa (13-15 società tra il 2015 ed il 2016).

# Carige, banca di Stato e nazionalizzazione: tragedia annunciata

11 Gennaio 2019

La discussione avviata dai grillini sul futuro destino di Carige è sconcertante e turba sia il lavoro dei commissari della banca che i mercati finanziari — Incredibile la leggerezza con cui Di Maio e Salvini usano parole come banca di Stato o nazionalizzazione.

Regna la confusione lessicale sotto le stelle del governo giallo verde, indifferente ai possibili turbamenti dei mercati finanziari. Carige, infatti, è una banca con migliaia di depositanti, quotata alla Borsa di Milano, con molti azionisti grandi e piccoli e detentori di azioni di risparmio, le cui azioni sono state sospese dalle negoziazioni e la cui capitalizzazione di Borsa è prossima allo zero. In questo quadro gli azionisti non possono liberarsi delle azioni mentre i depositanti, ancorché garantiti dall'apposito fondo fino a centomila euro, sono in attesa delle soluzioni che saranno proposte dai commissari.

È sintomo di siffatta confusione e della inconfessata ingordigia per una banca da occupare, il goffo tentativo dei grillini di vestire con le parole il nulla, nella speranza di potere rassicurare il proprio elettorato circa la loro supposta diversità dall'odiato governo Gentiloni. Goffo tentativo destinato all'insuccesso, poiché le procedure per le crisi bancarie devono essere adottate così come sono e pertanto l'appello alla diversità appare non soltanto un trucco mediatico, ma soprattutto una grave incursione elettorale nel delicato lavoro dei commissari che, almeno in questa fase di avvio, non credo gradiscano la strumentalizzazione politica del caso Carige.

Parimenti non credo che siano tranquilli i mercati finanziari cui l'annuncio goliardico di soluzioni non adeguatamente sperimentate in passato non può che mettere in attonita attesa e preoccupazione. Meglio avrebbero fatto i nostri garruli ministri se avessero preso atto delle normative vigenti, rinviando la polemica politica alle soluzioni che i commissari presenteranno alle autorità di vigilanza e alla Commissione europea. Ma la campagna elettorale si è già avviata e il caso Carige è troppo ghiotto per essere lasciato cadere.

Ma è ancora più sconcertante la bizzarra discussione sul destino di Carige, dei suoi azionisti, del suo personale, dei suoi depositanti e fornitori, e delle reti finanziarie che la legano al resto del sistema bancario italiano e straniero. Infatti dal cappello dei governanti più sprovveduti saltano fuori le parole "banca di stato" mentre altri si accontentano di proporre la nazionalizzazione di Carige.

Nel linguaggio comune, ma anche nella storia recente la "banca di stato" è quella che governa la politica monetaria e emette moneta. Non credo che l'onorevole Di Maio abbia in mente di trasformare Carige in banca di Stato genovese, uscendo dall'euro, e facendole coniare ed emettere nuovamente il Genovino o il Mezzo Grosso. Forse intendeva altro. Ma poiché le parole hanno un senso la chiarezza sarebbe benvenuta.

Sul tavolo degli annunci rimane pertanto la sola proposta della nazionalizzazione, subito definita dai commissari cervellotica, seppure con parole più diplomatiche. A chi alle parole attribuisce ancora un senso la parola nazionalizzazione fa tornare alla mente la nazionalizzazione degli impianti elettrici avvenuta nel 1962 con grave esborso delle casse dello Stato per ripagare gli indennizzi alle società elettriche; oppure andando ancora più lontano nel tempo, la confisca da parte dello Stato dell'asse ecclesiastico.

Di Maio pensa di ripetere questi esempi? Invero, con impudicizia intellettuale, i nostri governanti sostengono, per non essere smentiti delle promesse fatte e degli impegni assunti, che la nazionalizzazione sarà a costo zero per i cittadini ovvero per il bilancio dello Stato. Se così fosse sarebbe la prima nazionalizzazione non onerosa by magic della storia.

Ma dice Di Maio che, se il governo mettesse i soldi, i cittadini avrebbero in contropartita una banca. Intende il vicepresidente riferirsi a una public company le cui azioni sono regalate ad ogni cittadino vivente e alla nascita; compresi gli stranieri, Salvini permettendo? Sono concetti che andrebbero chiariti alla opinione pubblica e all'Europa.

Poiché le ambasciate a Roma informano con regolarità le cancellerie dei loro rispettivi paesi sul dibattito politico in Italia, cosa comunicheranno su questa bizzarra avventura che da lessicale rischia di trasformarsi in tragedia finanziaria?

## Le banche e l'oro alla patria: i rischi nascosti nel bilancio pubblico

14 Dicembre 2018

L'indeterminatezza della manovra del Governo ha reso il bilancio pubblico sempre più una Sfinge indifferente allo spread e al debito pubblico: così si rischia di arrivare a una situazione di non ritorno nella quale le banche, in caso di crisi dell'economia e del debito sovrano, potrebbero dover donare l'oro alla patria con il consolidamento dello stock dei titoli pubblici che detengono.

Ha scritto il professor Amilcare Puviani nella sua opera del 1903, *Teoria della illusione finanziaria* (tradotta in lingua tedesca dal 1960), con riferimento al bilancio pubblico che "*il bilancio dice assai più o assai meno, come si vuole. Esso resta una Sfinge impenetrabile alle grandi masse* della Camera, a quelle masse che votano le leggi, che votano le spese, che votano le entrate"

Certo è che quando il professor Puviani scrisse tutto ciò non immaginava che la "Sfinge impenetrabile" si sarebbe trasferita, dopo oltre un secolo, dalle burocrazie ministeriali al governo gialloverde di oggi. Governo che, al 13 dicembre, deve ancora predisporre il bilancio da sottoporre alle Camere e alla Commissione europea: da tempo organismi ancora attoniti a fronte della "Sfinge impenetrabile che dice assai più o assai meno come si vuole". Basti pensare alla mutevole composizione della manovra a seconda che la Sfinge si rivolga "al popolo da non tradire" cui si promette più spesa o alla Commissione europea che anch'essa non va tradita promettendole parimenti meno spesa.

A fronte di siffatta Sfinge impressiona che, in occasione della Giornata del risparmio del 31 ottobre scorso, il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco abbia denunciato sia che *all'ampliamento del premio per il rischio sui titoli di stato concorre l'incertezza sull'orientamento delle politiche di bilancio*, sia che siffatto aumento del premio per il rischio sul debito pubblico produce *perdite in conto capitale che in particolare peggiorano la situazione patrimoniale delle banche* detentrici di circa il 40-45 per cento dello stock del debito pubblico italiano. Ma la Sfinge restò muta e impenetrabile al riguardo.

Più tardi, nel rapporto sulla stabilità finanziaria di fine novembre della Banca d'Italia, si sottolineava ancora una volta sia che *il processo di rafforzamento dei bilanci delle banche è frenato dalle tensioni sul* 

mercato del debito sovrano italiano, sia che la flessione delle quotazioni dei titoli di stato ha determinato una riduzione delle riserve di capitale e di liquidità e un aumento del costo della provvista all'ingrosso, sia infine che il forte calo dei corsi azionari degli intermediari ha provocato un marcato aumento del costo del capitale. Concludeva il rapporto che, se le tensioni nel mercato dei titoli di stato dovessero protrarsi, le ripercussioni sulle banche potrebbero essere rilevanti, soprattutto per alcuni intermediari di media e piccola dimensione.

Si aggiunga che prosegue *il calo della raccolta obbligazionaria* e che nei prossimi due anni giungeranno a scadenza obbligazioni bancarie per 110 miliardi e che il peso delle obbligazioni sulla raccolta delle banche italiane è pari al 10,2 per cento, a fronte del 13,7 e del 16,4 per gli intermediari tedeschi e francesi, rispettivamente.

Sono dati che, ad avviso di chi scrive, attestano una *ridotta fiducia degli investitori sulla stabilità patrimoniale delle banche italiane* gravate dallo stock di debito pubblico che detengono nei loro bilanci, rispetto agli intermediari tedeschi e francesi. Non a caso, il debito pubblico francese è ancora sotto il 100 per cento del PIL (percentuale che l'Italia ha raggiunto nel 1990 e da allora cresciuto fino al 130 per cento) e lo spread con il Bund tedesco è nell'ordine dei cinquanta punti base: un quinto o un sesto di quello italiano.

Nel mese di luglio scrissi su Firstonline che l'indifferenza della Sfinge per l'andamento dello spread e del debito pubblico in percentuale del PIL rischiava di portare ad una situazione di non ritorno che avrebbe richiesto di portare l'oro alla patria ai risparmiatori italiani. Oggi l'indifferenza della Sfinge per lo spread più elevato in Europa e per i suoi effetti sulla stabilità del sistema bancario, l'amore per lo Stato gestore mostrato nel caso Alitalia, la mal riposta tentazione di portare la Cassa depositi e prestiti a comportarsi come l'IRI ai tempi dei salvataggi bancari, la mai celata minaccia ai poteri forti identificati con le banche, la fame di posti da occupare, mi fanno porre la seguente domanda: se, smentendo gli oracoli della Sfinge, dovesse manifestarsi una nuova crisi dell'economia reale associata a quella del debito sovrano, sarà questa volta l'industria bancaria chiamata ad apportare l'oro alla patria con il consolidamento dello stock del debito sovrano che le banche detengono nei loro bilanci, con la conseguente e inevitabile nazionalizzazione dello stesso sistema bancario? Nulla di nuovo, è già successo.

### Tesoro, dal divorzio con Bankitalia a quello con l'Unione europea

24 Novembre 2018

Nella gestione del debito pubblico la condizione più importante è la fiducia degli investitori nella capacità dello Stato di rimborsare i titoli alla scadenza, che non è mai mancata, ma che oggi il sovranismo esasperato ha messo in crisi spingendo il Tesoro al divorzio di fatto con l'intera Unione europea, con tutte le conseguenze del caso – Ricordiamoci dello sciagurato prestito Littorio.

Correvano gli anni 1980-1983, il governo era guidato da Giovanni Spadolini (che successe ad uno dei tanti governi Andreotti) e Ministro del Tesoro era Nino Andreatta. In quei tempi di cambi flessibili la lira continuava a svalutarsi rispetto al marco tedesco sfiorando le 600 lire per marco; i tassi di interesse sui CCT oscillavano tra il 19 ed il 20%, così come quelli sui BOT che oscillavano anche loro tra il 19 ed il 20%. Dal canto suo, la spesa per interessi passivi ammontava a circa il 5-6% del PIL, a fronte dello stock del debito pubblico pari a circa il 60% dello stesso PIL. I tassi bancari applicati alla clientela si aggiravano nell'intorno del 18% con punte del 20% nel 1981; l'inflazione raggiunse il 20-21%.

In questo contesto il ministro Andreatta si rivolse direttamente in prima persona e senza mediazioni politiche e/o partitiche dovute a qualche contratto di governo, al Governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi, scrivendogli in data 12 febbraio 1981 che "ho da tempo maturato l'opinione che molti problemi della gestione della politica monetaria siano resi più acuti da una insufficiente autonomia della condotta della Banca d'Italia nei confronti delle esigenze di finanziamento del Tesoro".

Il Governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi rispose con lettera in data 6 marzo 1982 dichiarando che sulla linea di intervento proposta "si trovava sostanzialmente d'accordo". Da allora il tasso di interesse da corrispondere sottoscrittori dei titoli di stato *risponde alle leggi di mercato della domanda e dell'offerta* di titoli e alle loro valutazioni sulla convenienza di siffatto investimento. Nel caso specifico del debito pubblico la condizione più importante è costituita dal grado di fiducia che gli investitori hanno sulla capacità dello stato sovrano di rimborsare i titoli alla scadenza oltre che a corrispondere il

tasso di intessere risultante al momento dell'asta per il collocamento. Da allora, malgrado la crescita abnorme del debito pubblico italiano, gli investitori italiani ed esteri hanno sempre mostrato fiducia nello stato italiano, come attesta il progressivo allungamento delle scadenze dei titoli di stato (oggi all'incirca di sei anni).

La certezza che i governi che si sono susseguiti da allora avrebbero sempre operato con la dovuta flessibilità ed energia per mantenere l'Italia nel rispetto dei trattati e negli accordi di cambio via via firmati fino all'entrata nell'euro e quindi nel regime dei cambi fissi ha contribuito alla progressiva riduzione nel lungo periodo dei tassi e di realizzare per questa via a il migliore controllo della spesa per interessi passivi. In alcuni casi fu necessario adottare politiche di bilancio onerose quanto imprevedibili dovute al crollo della fiducia sulla capacità dei governi di onorare il debito pubblico.

Oggi il sovranismo esasperato, in vista delle prossime elezioni europee, vantato senza soluzione di continuità della coalizione giallo-verde, più che il populismo infarcito come il tacchino natalizio di proposte irrealizzabili, sta forzando il Tesoro verso il divorzio di fatto con l'intera Unione europea. Circostanza che, nella montante sfiducia del mercati interni ed internazionali, renderebbe nei fatti impossibile allo stato sovrano italiano di onorare, anche nel breve periodo, il proprio debito pubblico; di arrestare la fuga dei capitali all'estero; di continuare ad allungare le scadenze del debito; di continuare a convincere i risparmiatori a non ricercare sicurezza nella nuova liquidità ottenuta non rinnovando alla scadenza i titoli pubblici tenuti in portafoglio; come attesta la recente disaffezione per il BTP.

Ne conseguirebbe una violenta destabilizzazione finanziaria; caso mai alimentata dalle sciagurate parole di chi rimpiange la lira o accenna con pericolose gioco di parole, al possibile l'annullamento del debito pubblico, come se questo potesse all'improvviso scomparire a fronte della ricchezza degli italiani. Riportare nella narrativa il termine "consolidamento" dovrebbe costituire obbligo lessicale per alcuni dei più esilaranti cantori del contratto di governo, della sua vantata rigidità, che invece rende impossibili provvedimenti a fronte delle mutabili condizioni dell'economia interna e internazionale.

Cantori della incomprensibile ai più manovra di bilancio. Incomprensione dovuta anche al lessico mai minimamente tecnico ma sem-

pre e soltanto politico narrativo da campagna elettorale, ma che perennemente usato, non trova mai riscontro nelle normali discussioni di economia e finanza che richiedono un seppur minimo linguaggio tecnico. A fronte di siffatta babele narrativa, va ricordato che è però vero che nella storia dell'Italia non sempre lo Stato ha rispettato gli impegni presi con i risparmiatori: così come avvenne nel 1926 quando Mussolini per conseguire la stabilizzazione monetaria autorizzò per decreto legge

In data 6 novembre del 1926, l'emissione dl "prestito Littorio", prima annunciato nel suo discorso di Pesaro del 18 agosto del 1926, che imponeva la immediata conversione in titoli senza scadenza dei BOT con scadenza a cinque e sette anni, il cui stock costituiva all'incirca un quarto del debito pubblico di allora. Fu un passo sciaguratamente importante per conseguire la sovranità e l'autarchia economica e l'isolamento dell'Italia dal resto del mondo.

Così come potrebbe succedere quando l'attuale divorzio di fatto tra Tesoro italiano e Unione Europea dovesse trasformarsi in divorzio di diritto, questa volta emendando il contratto di governo.

### 30. La manovra tra fake news e falsi keynesiani con 3 incubi finali

23 Ottobre 2018

Malgrado le esternazioni d'accatto di economisti di governo che tentano di accreditare un'impronta keynesiana del tutto infondata alla manovra di bilancio, per l'Italia si intravedono in fondo al tunnel tre pericoli, uno più grande dell'altro: ecco quali.

Nel 1971 Richard Kahn, forse il più acuto e colto interprete, insieme a Joan Robinson, del pensiero di Keynes ha pubblicato un saggio intitolato *Il rapporto tra investimento e disoccupazione*. Data l'attualità dell'argomento e dato anche per certo che i nostri quattro cavalieri dell'apocalisse (Conte, Salvini, Di Maio e Toninelli) non ne abbiano contezza, oggi vale la pena di riprenderlo per disporre di un sicuro punto di riferimento per valutare la probabilità che la manovra di bilancio proposta dal Governo, considerata nel suo complesso e non per singole componenti, consegua i suoi principali obiettivi: crescita dell'occupazione giovanile e del PIL monetario; riduzione dello stock del debito pubblico; riduzione dello spread tra Bund tedesco e i BTP decennali italiani. Il saggio ricordato concorre anche a valutare le incessanti esternazioni dei tanti quanto improvvisati e spesso esilaranti sodali del governo che, assunta la veste dei macroeconomisti, veicolano *l'idea di una manovra dal sapore keynesiano che lascia attoniti molti ascoltatori*.

Tenendo in conto l'analisi di Richard Kahn è opportuno considerare che la vulgata all'italiana sugli investimenti pubblici "implica che le strade o altre opere pubbliche come l'alta velocità, i gasdotti, le metropolitane, gli impianti per lo smaltimento dei rifiuti, ecc. siano effettivamente costruiti e terminati in tempi certi per consentire alle imprese appaltatrici di realizzare i necessari investimenti adeguati al compimento delle opere". E qui insorgono i primi colli di bottiglia politici e tecnici. I primi riguardano le pluridichiarate ostilità grilline alle opere pubbliche, mai convintamente smentite. La seconda, e più importante, riguarda la confusione normativa che regola la materia che favorisce il prevalere della giustizia amministrativa in questo campo e il suo paralizzante diritto di veto, frequentemente invocato dai grillini al grido di "onestà onestà".

Si aggiunga che la necessaria revisione normativa che attualmente regola le opere pubbliche richiederà alla politica, vedi il caso del ponte di Genova, tempi politici e tecnici non brevi così ponendo per lungo tempo in *stand by* ogni impresa potenzialmente appaltatrice e le correlate decisioni d'investimento. Si tratta di una riforma strutturale che è precondizione di ogni presupposto effetto moltiplicatore, ma trascurata dai keynesiani accattoni. *La vantata accelerazione delle procedure suona dunque al pari di una vera e propria fake news*.

Le palesi contraddittorie disposizioni tra spesa pubblica e mercati finanziari impediranno la realizzazione degli obiettivi prefissati. È noto infatti ad ogni macroeconomista che le imprese non tengono in cassa sufficiente liquidità per il finanziamento degli investimenti, cui si aggiunge la ritrosia tutta italiana a finanziare con capitale di rischio gli investimenti. Sarà dunque necessario per ogni impresa appaltatrice rivolgersi al credito bancario.

Il problema risiede nel fatto che,nel caso assai probabile che tassi sui titoli pubblici non scendano rapidamente cessando gli effetti perversi al patrimonio delle banche, il credito bancario alle imprese si restringerà con inevitabili effetti sulla crescita del PIL reale.

La famosa dichiarazione autolesionista di salviniana memoria "me ne frego dello spread" suona ancora come i rintocchi di una campana a morto per le decisioni di investimento delle imprese e per le correlate decisioni di accrescere il numero dei propri dipendenti. È un'altra fake news veicolata dai keynesiani accattoni quando presuppongono che la riforma della legge Fornero, in presenza degli effetti percorsi sui mercati finanziari della manovra stessa, comporti una automatica sostituzione di anziani con giovani se non aumentano gli investimenti delle imprese.

La più ovvia e nota condizione affinché l'aumento dei consumi delle famiglie dovuto al reddito di cittadinanza abbia effetto sui prezzi al consumo è che l'offerta di beni di consumo sia perfettamente elastica, ovvero che non sussistano colli di bottiglia, una volta esaurite le scorte, nella produzione degli stessi beni destinati al consumo delle famiglie. Se ciò non avvenisse seguirebbe un aumento dei prezzi e dei salari in termini monetari. Aumento dei prezzi auspicato dal governo in carica per ridurre il peso del debito pubblico in percentuale al l PIL monetario.

Alla fine di questa disavventura per l'Italia, e una volta che si sarà avverata la speranza dei quattro cavalieri dell'apocalisse che il debito

pubblico grazie ai disinvestimenti esteri sia rimasto tutto nella mani italiane, si renderanno necessarie soltanto tre opzioni di politica economica certamente non di tipo keynesiano, per la riduzione in valore assoluto dello stock del debito pubblico: il consolidamento dello stesso con cui si riconosce il pagamento degli interessi ma non la restituzione del capitale; una imposta patrimoniale sulla ricchezza mobiliare e immobiliare dei risparmiatori italiani il cui gettito sarà dedicato al riacquisto da parte della tesoreria statale di una qualche percentuale dello stock del debito pubblico; oppure così come ho scritto su Firstonline lo scorso 2 luglio, non resterà che fare appello all'amore di patria per "donare ancora una volta Oro alla Patria".

In fin dei conti non si fa che imitare Mussolini da parte dei sovranisti di oggi.

#### 31. Italexit strisciante o Italia esclusa dall'Europa?

7 Ottobre 2018

Con la sfida continua lanciata dal Governo Lega-Cinque Stelle all'Europa non è da escludere che alla fine gli Stati membri della uE costringano l'Italia ad autoisolarsi e a uscire dall'euro – L'Italia avrebbe tutto da perdere ma non sarebbe necessariamente così per i partner europei: ecco perchè.

E così, alla fine della storia anche Edmondo De Amicis nel suo famoso romanzo *Cuore*, dopo averlo messo all'angolo, *fa espellere dalla classe quel maverick di Franti*.

Può essere che la UE e l'Unione monetaria europea, a fronte della incessante ostilità fattuale e verbale (spesso ben oltre il livello del non politicamente corretto) del governo guidato dai quattro cavalieri dell'apocalisse (Conte, Salvini, Di Maio e Toninelli), trovino il modo di mettere all'angolo l'Italia per farla uscire da ogni equivoco e, non potendo cacciarla, costringerla ad autoescludersi dall'euro alle condizioni imposte che minimizzino i danni per i rimanenti Paesi e agevolino la ricostruzione dell'Europa.

È bensì vero che *i trattati non contengono norme per l'espulsione* o la messa al bando di un paese membro, al fine di salvare le economie dei restanti paesi dal crollo in caso di previsto default della sovranista e riottosa Italia, ma una dura e preventiva messa all'angolo potrebbe risultare per la UE di necessità e virtù.

È per altro altrettanto vero che il reiterato e vantato conflitto dell'Italia con Bruxelles *ha ormai superato ogni soglia del politica-mente scorretto* nella glorificazione della violazione delle regole, tanto da indurre la stessa Austria, supposta amica da Salvini, a invitare perentoriamente l'Italia al rispetto delle regole comuni.

Lo stesso nuovo lessico politico ed economico dei quattro cavalieri dell'apocalisse concorre a rendere incomprensibile la politica finanziaria a tutti coloro che devono difendere il risparmio dei clienti sui mercati finanziari, supposti spietati speculatori complottisti; così come alimenta l'incomprensione dei capi di governo che nella UE devono assumere decisioni ancora purtroppo unanimi. Ad esempio: il "me ne frego dello spread" che ai più vecchi della UE fa ricordare tempi cupi; il "non arretreremo di un millimetro" ovvero

"li fermeremo sul bagnasciuga"; la "manovra del popolo", espressione che farebbe invidiare Evita Peron; "spese immorali", che introduce inopinatamente il concetto di Stato etico; "non parlo con gli ubriaconi" insieme al disprezzo per i vertici del governo di Francia; lo sforamento al 2,4 del PIL festeggiato sul balcone di Palazzo Chigi al pari di una vittoria schiacciante contro i burocrati di Bruxelles; la previsione di moltiplicatori della spesa pubblica che *richiamano il miracolo della moltiplicazione dei pani e dei pesci*, e così via

Infine non poteva mancare il fuoco amico di chi nello stesso giorno in cui Conte abbandona l'Ecofin rilascia interviste a favore del ritorno alla lira al posto dell'euro. Nel loro insieme le dichiarazioni dei leader della Lega e dei Cinque Stelle hanno creato uno stravagante lessico politico ed economico e in alcuni casi decisamente comico ("Abbiamo abolito la povertà") che non può che lasciare attonite le cancellerie europee; lessico che non può che far sospettare l'esistenza della sottaciuta e reale intenzione dei sovranisti a favore di un percorso strisciante verso Italexit, anche se troppe volte smentito.

D'altronde la dura messa nell'angolo dell'Italia costretta ad autoescludersi dalla UE potrebbe convenire agli altri Stati, compresi quelli di Visegrad che godono di pingui fondi comunitari.

Ad esempio, molti di questi, si libererebbero dal rischio di dovere condividere i rischi del debito pubblico italiano e dell'uso del fondo salvastati; cadrebbero gli impegni comunitari verso l'Italia per i migranti; la Francia a fronte della vittoria dei No-TAV potrebbe favorire una nuova TAV al Nord delle Alpi per collegarsi ai paesi dell'Est, e se nel caso mai anche alla nuova via della seta; la Germania a fronte della vittoria dei No-TUB potrebbe cogliere l'occasione per diventare con il North Stream il vero rubinetto per il gas d'Europa, e così via.

All'Italia lasciata sola nell'irritazione dei muscolari sovranisti, resterebbe il ritorno tanto auspicato alla politica monetaria, a quella della libera e allegra gestione della finanza pubblica con annesso circolo velenoso tra spesa pubblica e interessi passivi sul debito e alle tanto rimpiante svalutazioni competitive che esonerano le imprese dagli investimenti di lungo periodo in ricerca e sviluppo, ricreando come nel passato un circolo perverso di inflazione interna e svalutazioni del cambio.

Infine, il probabile mancato rinnovo dei titoli pubblici in scadenza da parte degli investitori esteri (che ne possiedono un terzo) riporterebbe entro la sovranità italiana la gestione dell'intero debito pubblico.

E così, perché non cogliere l'occasione auspicata da alcuni garruli economisti assai prossimi e sodali del governo giallo verde per consolidare il debito invocando l'amor di Patria? In fin dei conti lo fece anche Mussolini con il prestito littorio.

#### 32. Autostrade, ma la Consob dove sta?

18 Agosto 2018

La Consob dovrebbe uscire dal letargo ed imporre ai garruli ministri di informare dettagliatamente i mercati sulle loro intenzioni su Autostrade al fine di porre termine al caos informativo che Di Maio e i suoi sodali stanno generando a mercati aperti con grave danno dei risparmiatori.

Dopo la tragedia del ponte di Genova continua a stupire gli osservatori dei mercati finanziari che la Consob sia come l'araba fenice: che vi sia ognuno lo dice, dove sia nessun lo sa. Stupisce anche che coloro che hanno subito le più gravi perdite sui titoli della società quotata Atlantia non abbiano chiesto alla Consob di intervenire immediatamente contro le dichiarazioni di Conte, Di Maio, Salvini e Toninelli, che hanno contribuito e continuano a contribuire ad affondare i titoli della società quotata recando gravi danni ai risparmiatori.

Il perdurare a mercati aperti della discussione sulla concessione ad Autostrade rischia di configurarsi al pari di un crimine finanziario a danno dei mercati ben al di là delle responsabilità e delle sanzioni che verranno accertate sperabilmente non da un tribunale del popolo con stile Ghepeu prima e alle guardie rosse poi, ma da un organo legislativamente previsto, rasenta il crimine finanziario, seppure con gran dispetto del presidente Conte che da giurista diffida dei tempi della magistratura.

La Consob, uscita dal letargo, dovrebbe imporre ai garruli ministri di informare dettagliatamente i mercati sulle loro intenzioni al fine di porre termine al *caos informativo che Di Maio e i suoi sodali stanno generando* a mercati aperti.

#### Il Governo Lega-Cinque Stelle oscilla tra Stalin, Peron e Evola

30 Settembre 2018

Gli atti dei quattro cavalieri dell'Apocalisse (Conte, Salvini, Di Maio e Toninelli) suscitano prospettive inquietanti e ricordano quelli del partito bolscevico di Stalin ma anche quelli di Evita Peron e perfino quelli di Julius Evola, l'idolo di Steve Bannon, tanto caro ai nuovi leader politici.

Il governo del cambiamento in carica, i cui più importanti esponenti sono al momento i quattro cavalieri dell'Apocalisse (Conte, Salvini, Di Maio, Toninelli) e che si era presentato al pari di un camaleonte né di destra né di sinistra, non può che essere giudicato dai fatti per comprendere a quali culture politiche facciano riferimento, volenti o nolenti.

I primi atti del governo camaleonte, associati alla cacofonia declamatoria, fanno tornare alla memoria gli atti del partito bolscevico guidato da Stalin, sia quelli del partito peronista argentino ai tempi di Evita Peron. Ad esempio appartiene alla prassi del partito bolscevico la dichiarazione di Conte "non possiamo aspettare i tempi della giustizia" per il crollo del ponte a Genova.

Come noto l'alternativa, alla giustizia della Costituzione sono I tribunali istituiti in nome del popolo; le dichiarazioni di Salvini sui rom riecheggiano la caccia ai kulaki russi; l'attacco di Di Maio alla Ragioneria generale dello Stato e al direttore generale del Tesoro (o con noi o contro di noi) mostrano una pericolosa attitudine ad imitare l'occupazione di ministeri praticata dai membri del partito bolscevico: dal canto suo, il Toninelli che vorrebbe espropriare Autostrade rischia di far tornare alla mente la prassi della guerra ai latifondisti della rivoluzione di ottobre.

Evita Peron è la più amata dai quattro caviglieri dell'Apocalisse il cui lessico politico dilaga in ogni dichiarazione dei quattro: il Def per il popolo, la festa sotto il balcone per festeggiare il nuovo debito pubblico, aboliamo la povertà, noi abbiano a cura i cittadini e non la UE volendo offrire un pasto gratis a chi non lavora e rendere felici le famiglie.

Si aggiunga che il nuovo mentore dei quattro è Steve Bannon estimatore di Iulius Evola che sollecitò le leggi razziali firmate dal re savoiardo. Evola poi si avvicinò ai nazisti più propensi alla creazione della razza pura.

Infine, non si dimentichi che il vincolo di mandato per I parlamentari fu introdotto, caso unico nella storia, ai tempi della Comune di Parigi che innalzò la bandiera rossa sul tetto del municipio. Dove ci porterà il frullato politico ideologico di Stalin, Evita Peron e Steve Bannon è una prospettiva inquietante.

### Autostrade, Governo a rischio di insider e aggiotaggio

16 Agosto 2018

È già disgustoso che si cerchi un vantaggio politico mentre è ancora in corso la ricerca dei morti nella tragedia di Genova ma è altrettanto disgustoso assistere alle improvvide dichiarazioni del Governo sulla concessione di Autostrade senza evidenza di responsabilità – Consob dovrebbe battere un colpo.

Già è disgustoso che si cerchi *un vantaggio politico* mentre è ancora in corso la ricerca dei morti nella tragedia del ponte di Genova, così come ha incredibilmente dichiarato il presidente Conte ("non attenderemo i tempi della giustizia", ovvero lo faremo con il tribunale del popolo). Ma è altrettanto disgustoso assistere alle dichiarazioni sulla concessione sulle autostrade prima che vi sia ogni *evidenza delle responsabilità*.

Si aggiunga che si ha che fare con una *società quotata*, che raccoglie *i risparmi* di molti italiani.

Hanno valutato i nostri ministri *l'effetto sui mercati* delle loro improvvide dichiarazioni, che potrebbero essere considerate al pari di *aggiotaggio* e fonte di attività di *insider trading*?

È opportuno che la Consob apra un fascicolo anche a carico di queste persone, che per ignobile speculazione politica ("Autostrade non ci ha dato soldi", afferma l'inopinato Di Maio) hanno contribuito a destabilizzare il mercato a danno dei risparmiatori.

#### 35. Stiglitz, Trump e l'uscita dall'euro

8 Luglio 2018

Da sempre gli USA sperano di far uscire dall'euro un Paese importante per far saltare l'intera unione monetaria europea, rafforzando il dollaro e la piazza finanziaria di Wall Street: non stupisce che The Donald si attesti su questa linea ma sorprende che lo faccia il Premio Nobel Stiglitz diventando di fatto il mentore dei garruli grillini e dei leghisti.

Fare uscire un paese importante dalla moneta unica (come l'Italia) al fine di far saltare l'intera unione monetaria europea è da sempre l'obiettivo degli USA; sia per consentire al dollaro di confrontarsi (e speculare sugli arbitraggi dei cambi) con molte monete deboli al posto di una sola moneta (euro) sia per attirare capitali sulla piazza finanziaria americana e rafforzare la borsa di Wall Street, destabilizzando il mercato europeo dei capitali di rischio e di debito a favore dell'economia USA.

Nulla di nuovo sotto il sole, The Donald docet. Ciò che stupisce è che ci si è messo anche il prestigioso premio Nobel Joseph Stiglitz (da sempre contrario con garbato equilibrio alla moneta unica) nella intervista del Sole 24 ore del 7 luglio u.s., come vedremo vero mentore di alcuni garruli esponenti della Lega e dei grillini.

Nell'intervista al Sole, dopo aver accennato che nei contratti internazionali stilati dagli uffici legali si comincia a introdurre la clausola Italexit, Stiglitz elenca tutte le riforme strutturali che la UE non adotta: garanzia unica sui depositi, condivisione dei rischi, ecc., ecc.

Ma tale elencazione pare fatta al solo scopo di aggiungere che "le riforme strutturali richiedono molto tempo e non risolvono i problemi nell'immediato. Anzi, possono anche pesare sulla crescita economica nel breve periodo".

I riferimenti alla responsabilità della Germania ("dovrebbe capirlo" dice Stiglitz) sono del tutto in linea con The Donald auspicando anche che la Germania aumenti i salari per aumentare i consumi interni, e ridurre la competitività dei suoi prodotti sul mercato americano. In altre parole ciò che farebbe bene alla UE farebbe assai bene anche agli USA.

Senza che a Stiglitz venga posta la domanda più ovvia, ovvero cosa succederebbe alla UE a causa dell'uscita dalla moneta unica di un grande paese, lo stesso Stiglitz propone all'Italia, dato che i trattati non

prevedono neppure una procedura, che "il cambio di valuta va fatto molto velocemente [...] con una decisione unilaterale". Sembra di tornare al dibattito che si oppose alla nomina di Paolo Savona a Ministro dell'economia e delle finanze e alla considerazione che tutto ciò potesse essere assimilato ad un colpo di stato non per via militare ma per via della finanza.

Poco male se, lo sottolinea anche Stiglitz, ma senza porsi il problema delle condizioni per il rientro, "l'Italia potrebbe evitare i mercati per un po'avendo un elevato tasso di risparmio delle famiglie". Si noti che anche in questo caso sono proposte che abbiamo già sentito dal sottosegretario leghista Armando Siri.

Ma se non è l'Italia a distruggere la UME, a favore dei mercati USA, allora potrebbe essere percorsa la "via di mezzo" ovvero "potrebbe essere la Germania ad uscire dall'Euro".

Evviva The Donald.

### 36. BOT e BTP, la Lega chiama le famiglie a ridonare l'oro alla Patria

2 Luglio 2018

Allucinante proposta del sottosegretario leghista all'Economia e alle Finanze Siri che chiama le famiglie italiane a riacquistare i titoli del debito pubblico in mani straniere nell'illusione di abbassare lo spread riesumando il triste precedente di epoca fascista della donazione dell'oro alla Patria — Dopo si arriverà allo sciagurato consolidamento del debito pubblico del Ventennio?

All'avvio appariva soltanto la proposta di un neofita dell'economia politica, eccitato dalla sua prima apparizione in televisione e da non prendere troppo sul serio; poi *Armando Siri è stato nominato sottose-gretario al Ministero dell'economia e delle finanze* e pertanto occorre dargli dovuta attenzione. Nella veste di sottosegretario, Armando Siri è approdato sulle pagine del più blasonato quotidiano nazionale: sul Corriere della sera del 1º luglio 2018, con la proposta "BOT e BTP solo alle famiglie italiane per fermare lo spread".

Proposta che, di primo acchito, fa ritornare alla mente, a chi ha un minimo di conoscenza della storia d'Italia, il famoso e tragico "Oro alla Patria" nella "Giornata della fede" (nuziale) avvenuta nel 1935 del ventennio fascista, sostiene infatti il sottosegretarie, le cui parole devono pertanto essere considerate con la dovuta serietà e autorevolezza, che le famiglie italiane dovrebbero ricomprarsi tutti i titoli del debito pubblico (circa 780 miliardi di euro) oggi detenuti nelle mani degli investitori stranieri; anche questa volta assunti nella vulgata sovranista come perfidi speculatori che fanno lievitare lo spread.

Per conseguire il risultato di siffatta proposta, logica economica e finanziaria vorrebbe che, non essendo ancora consentiti provvedimenti di esproprio dei titoli nelle mani straniere, le famiglie e gli intermediari finanziari italiani lanciassero una equivalente (789 miliardi di euro) offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti detentori esteri di titoli del debito pubblico italiano; nella speranza che gli "stranieri" non chiedano di aderire all'offerta a un prezzo superiore a quello di mercato, stante l'urgenza dello stato italiano di ristrutturare in chiave sovranista il proprio debito pubblico.

Ma la vicenda ipotizzata dal sottosegretario non può finire cosi: ancorché azzardata sarebbe troppo semplice. Infatti, tutti i titoli pubblici

oggi e domani detenuti nelle mani italiane prima o poi verrebbero a scadere nei diversi portafogli, lasciando a ogni singolo investitore l'opzione tra l'abbandono e il rinnovo. Ma il sottosegretario confida nell'amore per la patria, affinché alla scadenza tutti i patrioti rinnovino, così da ridurre lo spread: pena il fallimento dell'intera operazione.

Si aggiunga che, coerentemente con gli obblighi contabili (tristi ma necessari), la complessa ristrutturazione patriottica del debito pubblico, comporta anche la ridenominazione (e il relativo codice internazionale) dei titoli. Qui si propone per semplicità, che i nuovi titoli di stato siano identificati con i seguenti acronimi: BOT-FSS e BTP- FSS (ovvero BOT e BTP comprati e detenuti per atto di Fede nello Stato Sovranista), le cui aste sarebbero ricordate con similitudini alle giornate dell'"Oro alla Patria".

Al successo di siffatte giornate segue logicamente che tutto il debito pubblico passato e quello di nuova emissione sarà nelle mani italiane (il che comporta, per non ricadere nel passato, la chiusura delle frontiere ai capitali esteri che volessero acquistare titoli di stato italiano.

A quel punto, la mossa successiva e forzatamente e coerentemente con l'"approccio Siri" per la riduzione dello spread, sarebbe un gioco da ragazzi per lo Stato Sovranista: il consolidamento del debito pubblico italiano: una volta denominato "Prestito Littorio", consolidato negli anni Venti dell'era fascista.

# 37. Governo e debito pubblico, quanto è lontano il "momento Minsky"?

25 Maggio 2018

Nel momento in cui si sceglie il ministro dell'Economia, il nuovo governo, che sembra orientato a una politica economica basata sul deficit spending, non potrà non chiedersi fino a che punto della crescita del debito italiano i risparmiatori daranno fiducia allo Stato italiano.

Ora che il professor Conte deve sottoporre all'approvazione del presidente Mattarella il nome del ministro dell'economia e finanza, si impone che il dibattito sulla finanza pubblica, che è associata inevitabilmente alla figura del nuovo ministro dell'economia, tenga conto non soltanto dei nuovi flussi (disavanzi di bilancio) che alimenteranno il debito pubblico, ma anche il tema dello stock esistente del debito pubblico e della sua gestione. È necessario pertanto che i più garruli cantori dell'opportunità di finanziare nuove spese o riduzione di entrate in disavanzo, inopinatamente associate a immaginifici effetti moltiplicativi, tengano conto della più modesta contabilità tenuta dalla DGT (la Direzione Generale del Tesoro): ogni disavanzo deve essere contabilizzato e finanziato con una emissione di un corrispondente ammontare di titoli di stato.

Con parole più corrette si deve comunicare alla opinione pubblica che il disavanzo di bilancio è finanziato con il risparmio dei risparmiatori italiani e stranieri che sottoscrivono i titoli di stato: che si aggiungono allo stock preesistente dei titoli del debito pubblico. Nel caso dell'Italia deve essere sempre reso evidente che la colossale montagna del suo debito pubblico è finanziato da famiglie e imprese che hanno dato fiducia allo Stato di rimborsare il debito e di pagare qualche interesse. In altre parole, il debito dello Stato è ricchezza nel portafoglio dei risparmiatori che gli anno dato fiducia.

Ma fino a che punto della crescita dello stock del debito italiano i risparmiatori daranno fiducia allo Stato italiano? Non sarà che i fantasiosi chierici oranti per i nuovi disavanzi e autodefinitisi Keynesiani abbiano sottovalutato o trascurato del tutto il rischio di approssimarci al "momento Minsky"? Che prende il nome dalle analisi di uno dei più famosi e apprezzati economisti keynesiani seppure meno letti nelle no-

stre accademie? Autore di un saggio edito nella prima metà degli anni Ottanta, dal titolo profetico "Potrebbe ripetersi? Instabilità, e finanza dopo la crisi".

Annotava infatti la relazione per l'anno 2008 della BRI sotto il titolo evocativo "fine della (impossibile) e corsa" che (pag.8) il "momento Minsky" coincide con "la presa di coscienza e di disimpegno" da parte degli operatori finanziari dalla stabilità finanziaria dei mercati, che, nel caso italiano potrebbe riguardare proprio il "disimpegno" dal rinnovo e dalla sottoscrizione dei titoli del debito pubblico: in particolare quando, tra non molti mesi, la BCE cesserà di stabilizzare il mercato dei titoli pubblici.

Serve ricordare, infatti, che, sottostante al rapporto debito pubblico-PIL, molti politici soi disant economisti trascurano che circa il 33% del debito pubblico italiano è detenuto all'infuori dei confini nazionali con gran scorno dei sovranisti. Si aggiunga che la vita media dei titoli di stato, tutti denominati in Euro, è di 6,9 anni.

Nella media ciò significa che ogni anno devono essere rinnovati alla scadenza, pena il default del debito pubblico, circa 350 miliardi di euro. Ciò impone al governo sovranista di mantenere e/o conquistare la fiducia dei detentori dello stock dei titoli del debito pubblico con parole di pietra non riassumibili in un twitter.

Infatti, se sulle leggi in difetto di copertura vigila la mano sapiente e severa del presidente Mattarella, esercitando la facoltà del rinvio alle Camere delle leggi irrispettose dell'articolo 81 della nostra Carta costituzionale, nel caso della gestione dello stock del debito pubblico sono le farneticazioni dei più garruli e incoscienti politici che, insieme alle inclinazioni antieuro e all'uscire da questo, possono avvicinarci pericolosamente al "momento Minsky".

In altre parole, è necessario che il futuro ministro dell'economia sia ben conscio che il problema più arduo è quello di mantenere le parole della politica non soltanto per cessare di illudere l'opinione nazionale, ma anche per non continuare a disorientare i mercati finanziari che ogni giorno votano la fiducia ai governi nazionali, con grande scorno dei sovranisti.

### 38. Nomine, No a un Direttore del Tesoro che scherza con euro e debito

13 Giugno 2018

In applicazione dello spoil system, il ministro dell'Economia Tria dovrà fare circa 200 nomine pubbliche ma la più delicata è quella del nuovo Direttore Generale del Tesoro che dovrà gestire le partecipazioni azionarie del MEF e il debito pubblico: sarebbe assurdo scegliere qualcuno che strizzi l'occhio all'uscita dall'euro o a pericolosi interventi straordinari sul debito pubblico.

In tempi ravvicinati, in applicazione dello spoil system (elegante traduzione in lingua inglese del più noto e casereccio manuale Cencelli), il nuovo titolare del Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) prof. Giovanni Tria dovrà nominare un gran numero (200?) di nuovi membri, piaccia o non piaccia ai grillini, della tanto vituperata "casta" già operane al ministero dell'economia e delle finanze.

In particolare, il ministro dovrà nominare il nuovo Direttore del Dipartimento del Tesoro (ex DGT – Direzione generale del Tesoro che ebbe ai suoi vertici, tra gli altri, Mario Sarcinelli e Mario Draghi). Le più importanti competenze di questo dipartimento sono per disposizione di legge; a) il monitoraggio e gestione delle partecipazioni azionarie detenute dal Ministero, l'esercizio dei diritti dell'azionista nelle società anche quotate in mercati regolamentati. b) il compito di emettere Titoli di Stato e gestire le passività dell'Amministrazione Centrale. Ovvero la gestione del debito pubblico detenuto (come ricchezza privata) nelle mani di coloro che hanno dato fiducia allo stato italiano.

Nel primo caso si tratta di nominare i componenti dei CDA chiamati gestire le partecipazioni di maggioranza/controllo delle le società quotate, tra cui: ENAV (53,28%); ENEL(23,58%); ENI (4,34%, cui si aggiunge la CDP al 25,76%); Leonardo (30,20%); Monte dei Paschi di Siena (68,25%); Poste Italiane (29,26%). A queste vanno aggiunte all'incirca altre 25 società non quotate tra cui le più note, discusse e ambite sono come noto RAI, CDP-Cassa depositi e prestiti, CONSIP.

Sono tutte società che muovono al loro esterno domestico e internazionale colossali interessi, soprattutto nel settore degli appalti e della scelta dei fornitori: entrambi spesso sottratti alla concorrenza per il favore di contratti a chiamata diretta e non con meccanismi di asta competitiva.

La trasparenza invocata in campagna elettorale e recepita nel contratto di governo, dovrà dunque svilupparsi ovunque con contrarietà di molti e a dispetto di tutti. In ogni caso di spoil system (leggi Cencelli), saranno le qualità morali, professionali e di indipendenza di giudizio dei nuovi entranti nella nuova "casta", a guidare il giudizio politico sull'azione del Ministro dell'economia. Nel caso delle new entry nelle società quotate si auspica che non "cinguettino" a mercati aperti e sappiano osservare il più rigoroso silenzio in merito alle notizie price sensitive di cui verranno a conoscenza.

Nel secondo caso, le competenze del Dipartimento del tesoro in materia di gestione del debito pubblico (ovvero la ricchezza privata detenuta dai risparmiatori caso mai tramite intermediari finanziari) sono al centro, ben più che nel primo caso, della politica economica e internazionale che intenderanno sviluppare il nuovo Ministro e il suo nuovo capo del Dipartimento da cui dipende la Direzione "Debito Pubblico". Compito di quest'ultimo è di emettere Titoli di Stato e gestire le passività dell'Amministrazione Centrale. In altre parole, si tratta di gestire lo stock del debito pubblico italiano di circa 2300 miliardi di euro ancora oggi nelle mani dei risparmiatori: cifra ben più evocativa di complesse tecniche di gestione fiduciaria rispetto all'asettico rapporto Debito PIL.

Di questi tempi burrascosi lo stato della fiducia dei risparmiatori deve essere preservato per non contrastare il delicatissimo impegno del Tesoro nell'allungamento delle scadenze dei titoli di stato. Il cui accorciamento è invece golosamente atteso dagli speculatori che hanno l'occhio puntato sui rinnovi e sulle scadenze dei titoli pubblici.

Prezioso per la conoscenza di problemi accennati è l'ultimo rapporto sullo stato del debito pubblico italiano elaborato e messo a disposizione sul web da parte di UPB – ufficio parlamentare dii bilancio, ove si rammenta che l'allungamento delle scadenze del debito è un obiettivo storico del Tesoro. La durata era di 3,3 anni nel 1993, è passata a 5,8 nel 2000, e a 7,1 nel 2010, ma a circa 6 anni dal 2010 al 2014, per poi riprendersi nel triennio successivo fino a 6,8 anni 2017, di poco ancora inferiore al picco del 2010.

Poiché, nota sempre il rapporto dell'UPB, nel corso del 2018 – 2019 il Tesoro dovrà collocare circa 380 miliardi di titoli all'anno, la probabile chiusura del QE prospetta un necessario incremento dell'assor-

bimento netto delle nuove emissioni dei titoli di Stato da parte degli investitori privati. Al netto delle operazioni di QE il rifinanziamento dei titoli a medio e lungo termine presso privati passerà dai 165 miliar-di del 2017 ai 201 del 2019.

Sono dati che impongono che lo spoil system applicato al numero uno del Dipartimento del tesoro deve trovare conferma in quanto dichiarato dal ministro Tria nella sua prima intervista al Corriere della sera "la posizione del governo è netta e unanime. Non è in discussione alcun proposito di uscire dall'euro".

Ci pensino dunque bene il neoministro dell'economia e i garruli diarchi della coalizione politica giallo verde: evitare di nominare qualcuno carente di elevata sapienza tecnica, che abbia passate e non sopite propensioni all'uscita dall'euro; caso mai devoto a scritti in trasduce anti euro in un qualche rapporto riservato, come ad esempio quello redatto a suo tempo da Mediobanca a cura del dottor Antonio Guiglielmi, o nelle bozze di un libro assai citato ma non ancora pubblicato; ancora soggetto al fascino di interventi straordinarie sullo stock del debito; tutt'oggi fiero e memore di quanto in passato furono alcune parole "dal sen sfuggite".

Il ministro non dimentichi che nella gestione del debito pubblico non soltanto le parole sono pietre: ma anche gli atti conclusivi dello spoil system sono pietre che possono colpire la fiducia dei risparmiatori; favorire la goloseria della speculazione finanziaria in generale e degli hedge fund in particolare, in costante attesa di un qualche passo falso sulla provvista della liquidità necessaria alla tesoreria generale dello stato.

# 39. Politica e finanza, appunti semiseri sulla crisi di governo

3 Giugno 2018

Dal contratto di governo ai mercati finanziari, dallo spread all'euro e altro ancora: le parole chiave della politica e della finanza nell'esilarante interpretazione dei protagonisti della crisi di governo e di una campagna elettorale mai finita.

Quanto segue è la trascrizione degli appunti che ho tenuto nel corso della campagna elettorale. Poiché questa è di fatto già ripresa sugli stessi temi della precedente, ho ritenuto utile renderli noti ai lettori.

Sono annotazioni redatte per quel buon padre (madre) di famiglia, se del caso anche single, racchiuso in quell'universo indistinto definito "cittadini" e "popolo".

Avverto in ogni caso i lettori che gli appunti ambiscono a compiere una mission impossible: dare senso alle parole più in uso nella lingua politica italiana in occasione della crisi e delle elezioni...

- 1. Contratto di governo (detto alla tedesca) e di programma per i cittadini: singolare contratto che non prevede alcune prestazioni (Nb. copertura finanziaria) da parte dei cittadini. Meglio: manifesto di politica economica posto sotto gli occhi della finanza internazionale, ove si dichiara la disponibilità del futuro governo a uscire dall'euro. Forza dunque che siamo pronti con Paolo Savona Stranamore nel ruolo chiave di assoluta garanzia per attuare il D-Day dell'uscita shock. Manifesto poi emendato, ma la notizia era ormai stata data. Fonti vicine agli ambienti militari pare che si riferiscano al Contratto di programma con il nome in codice "B29-Enola Gay".
- 2. Prerogative del Presidente della Repubblica (nel senso di: ma chi è costui che snobba la lista dei desideri di Salvini e Di Maio ridotta a "fateci almeno provare con il Conte cameriere?). Prerogative come ostacolo voluto dalla politica del passato e gioiello incastonato nella Costituzione più bella del mondo. "Costui" che oggi si oppone al "primato della politica", richiesto gran

voce dai partiti che con afflato alla Marinetti corrono verso il futuro come auto irrispettose del codice della strada all'insegna di *Noi vogliamo cantare l'amor del pericolo, l'abitudine all'energia e alla temerità* (Filippo Tommaso Marinetti, *Manifesto del Futurismo*, Le Figaro, 20 febbraio 1909).

- 2 bis. Sovranista (nel senso alla Trump di Italy First alla meneghina o alla pummarola). Consulente preferito dai sovranisti è Bannon, espulso dallo staff della Casa Bianca, estimatore del filosofo razzista Julius Evola (1898-1974), devoto a Mussolini per le leggi razziali che poi abbandonò il fascismo per il miglior nazismo di Hitler, ritenuto più consono alle sue aspirazioni per la razza pura ariana; Anche nel senso di delirio di onnipotenza di un progetto politico relativo ad un paese che non dispone (a differenza di Trump) di materie prime, fonti di energia e che pertanto dipende dall'interesse degli altri paesi ad intrattenere relazioni economiche. Esilarante nelle relazioni internazionali il ruggito del topo sovranista.
- 3. Spread (nel senso di chi se ne frega di): differenza tra il tasso di interesse corrisposto sui titoli con scadenza decennale emessi da tesoro tedesco (BUND) e i corrispondenti titoli di stato emessi dal Tesoro italiano (BTP). Mai trascurare il fatto che i BTP sono ricchezza detenuta nel portafoglio delle famiglie e delle imprese italiane (circa 2/3 dell'intero ammontare) e per circa un terzo da famiglie e imprese straniere. Lo spread aumenta quando sale la sfiducia nel governo italiano di onorare il proprio debito pubblico, scende quando la fiducia cresce. Me ne frego dello Spread significa dire me ne frego della ricchezza delle famiglie e delle imprese straniere (sono sovranista) ma anche di quella delle famiglie italiane (anche se sono sovranista).
- 4. Mercati finanziari (nel senso di poteri forti complottisti, sia per politici di destra che di sinistra). Costituiscono la sintesi di milioni e milioni di comportamenti adottati dai singoli risparmiatori, caso mai affidati a intermediari che sperano di ricevere sia un modesto rendimento sia l'incasso del capitale alla scadenza del titolo. Poiché i risparmiatori hanno piedi di piombo lungo la strada che li avvicina ai titoli di stato e gambe da lepre

quando se ne devono liberare, sono anche sensibili alle parole (non ai fatti) usate da chi vuole governar il paese ove risiedono i risparmiatori. Non ci faremo ricattare dai mercati finanziari ovvero dai poteri forti significa dire che non ci facciamo ricattare dai nostri cittadini/risparmiatori. Quindi chi se frega dei nostri cittadini.

- 5. Mercati finanziari versus interessi degli italiani (nel senso di accusa al Presidente Mattarella che sottende il masochismo degli italiani). Vedi sopra per comprendere come mai gli italiani si contrappongano a loro stessi.
- 6. Disavanzo pubblico per il finanziamento dei consumi delle famiglie (nel senso di pasto gratis per tutti). Ovvero: il Ministero dell'economia emette titoli di stato da collocare tra i risparmi delle famiglie e delle imprese per ottenere i flussi monetari da elargire alle medesime famiglie e imprese. Le famiglie che risparmiano (cittadini e popolo nel linguaggio di Salvini e Di Maio finanziano i consumi delle famiglie che spendono tramite l'indebitamento della intera collettività nazionale. Provvedimento noto come "invito delle famiglie risparmiatrici al gran ballo sull'onda del bolero di Ravel" fino al crescendo (collasso?) finale.
- 7. Disavanzo pubblico per il finanziamento degli investimenti ad elevato moltiplicatore (detto anche "spesa Super Barone di Münchhausen" che si solleva tirandosi per le stringhe delle scarpe). Ad esempio: 10 miliardi euro (che si aggiungono allo stock del debito pubblico) destinati agli investimenti ad elevato moltiplicatore fanno crescere il PIL di 20mila miliardi di euro con moltiplicatore 2; di 30.000 con moltiplicatore 3 e così via. Sono atti di fede non corroborati da prove statistiche documentabili e supposte ad analisti indipendenti.
- 8. EURO (idem per spread: chi se ne frega del). Senza la vecchia lira non si può più svalutare per fregare con i prezzi i nostri concorrenti europei. Pazienza se scatta l'inflazione interna: si provvederà con l'aumento della spesa pubblica alle famiglie di oggi. Le generazioni future? Cosa hanno fatto per noi sovranisti di oggi?

- 9. Debito pubblico (nel senso di fardello). Ricchezza privata di cui sbarazzarci il più presto e velocemente possibile (effetto shock: vedi afflato Marinetti) per ricominciare a erogare nuova spesa pubblica finanziata con nuovo debito pubblico nei portafogli dei risparmiatori ancora sotto shock.
- 10. *Mini-bot* (nel senso di moneta parallela all'euro). Emissione da parte del Tesoro italiano di nuovi titoli di picco taglio che possono essere utilizzati per acquisti di vario titolo. Primo passo per la nuova legge che dia alla Banca d'Italia il potere di stampare moneta sovranista e conseguente abbandono dell'euro.
- 11. Flat tax con due aliquote. Sfida ai matematici e ai geometri analitici di risolvere siffatto problema che appare più difficile della successione aurea di Leonardo Fibonacci (Pisa 1175-1235).
- 12. Establishment (nel senso di eliminare lo stesso). Espressione inglese ignota ai più giovani che significa "fatti più in là oh oh! che vengo io", così come cantavano le sorelle Bandiera negli spettacoli notturni di Renzo Arbore. Vedi il caso più recente del professor Conte.

# 40. La legge elettorale e la favoletta dei nominati: chi sceglie i parlamentari grillini?

13 Ottobre 2017

Il dibattito sui "nominati e autonominati" della nuova legge elettorale è vagamente surreale e molto ipocrita perché fin dai tempi della Prima repubblica lo scettro della scelta dei rappresentanti in Parlamento non è mai realmente stato nelle mani dei cittadini – I Cinque stelle sono quelli che gridano di più ma i loro candidati li scelgono Grillo e la SPA di Casaleggio.

Paese singolare l'Italia, ove non pochi politici (nuovi e vecchi) recitano troppe parti sulla scena del Parlamento, contribuendo a svilirlo. Infatti, ascoltando il dibattito sulla legge elettorale potrebbe sembrare che in Parlamento seggano molte donne e molti uomini venuti da un sistema politico di un altro pianeta. Si assiste alla scena in cui i "nominati e autonominati" del passato svillaneggiano, senza una parvenza di autocritica, i potenziali "nominati e autonominati" futuri.

Tutti lamentando che, con a legge elettorale in via di discussione, non si restituisce "lo scettro" al cittadino per la scelta del proprio rappresentante alla Camera. Furto dello "scettro" dovuto allo strapotere delle segreterie dei partiti che "nominano" chi è destinato a vincere e chi a perdere.

La domanda che viene spontanea porsi è quando mai lo scettro sia stato posto nelle mani del cittadino votante, sia nel corso della prima e della seconda repubblica, sia nello scorcio della terza. Evidentemente molti di coloro che si lamentano dimenticano le pagine e pagine dei giornali dedicate a raccontare le vicende dei partiti o dei due capi dei pentastellati (Grillo e Casaleggio: due per tutti e tutti per due) per scegliere chi collocare nei collegi elettorali "sicuri" e coloro da collocare nei collegi "a perdere".

Nel passato i più bravi nell'esercizio di queste mansioni era no gli uomini della Democrazia cristiana e del Partito comunista (poi PDS e PD), incuranti della mancanza del vincolo di mandato.

I primi erano i più abili nel contenere il rischio di eleggere persone non gradite alla segreteria nazionale ed alle sottosegreterie delle diverse correnti che animavano il partito nelle diverse zone dell'Italia.

I secondi erano molto più rapidi dei primi nel rispettare le diverse anime del partito e nel garantire la lunga permanenza ai propri dirigenti nazionali e periferici (ancora oggi in Parlamento tra chi lamenta il furto dello scettro) pensionando per sole due legislature i funzionari che avevano dedicato la vita al partito stesso.

Naturalmente sia i primi che i secondi sapevano di correre qualche rischio nel prospettare la vittoria di alcuni e la sconfitta di altri, ma entrambi si potevano permettere, correndo rischi aggiuntivi, di "nominare" in parlamento persone che non disponevano di un proprio elettorato (i c.d. parlamentari indipendenti). Ma chi di recente ha perfezionato il sistema al fine di eliminare ogni incertezza e annullare ogni rischio ex ante sono stati i grillini che affidano la nomina dei potenziali i vincitori ad un capo bicefalo costituito da una testa umana e da una società per azioni.

E per essere sicuri che ex post non si corrano rischi di disubbidienza al capo bicefalo vorrebbero imporre il vincolo di mandato, così come avvenne ai tempi della Comune di Parigi che aveva scelto la bandiera rossa come suo stendardo.

Ciò malgrado, i pentastellati sono quelli che gridano di più. È proprio uno strano paese il nostro.

# Banca d'Italia, Visco metta a tacere gli affabulatori anti-euro

29 Maggio 2017

In occasione dell'assemblea del 31 maggio, è auspicabile che il Governatore Ignazio Visco pronunci, nelle sue "Considerazioni finali", parole chiare e definitive sull'impossibilità di uscire dall'euro senza la contemporanea uscita dall'Europa che provocherebbe una incontrollabile instabilità economica e finanziaria

In occasione dell'ascolto degli affabulatori che, in disprezzo di ogni evidenza statistica, predicano la nocività dei vaccini, mi viene spontaneo associarli agli altri affabulatori populisti che predicano l'uscita dall'euro e dalla UE o soltanto dall'Euro, a seconda della momentanea certezza del ragionare. Affabulazioni populiste la cui cultura economica è sovente debitoria alle fake news veicolate da qualche social forum o alla sola lettura dei pochi caratteri consentiti da twitter. Non a caso, la cultura politica ed economica basata prevalentemente sui social forum o su twitter non assiste.

Infatti alcuni sovranisti digitalizzati hanno proposto il ritorno alle AM lire (Allied Military Currency) in circolazione in Italia dopo lo sbarco in Sicilia degli alleati nel 1943 che contribuì, oltre che alla perdita di sovranità monetaria, anche alla pesante inflazione che colpì l'Italia verso la fine della seconda guerra mondiale; poi stroncata dalla stretta monetaria di einaudiana memoria.

In questo contesto caratterizzato dalla confusione dei linguaggi e dalla inidoneità delle idee, mi auguro che in occasione delle incombenti Considerazioni finali che il governatore Ignazio Visco terrà il prossimo 31 maggio, siano pronunciate parole chiare e definitive sulla impossibilità di uscire dall'euro. È 'auspicabile dunque, che il governatore Visco, ribadisca che è impossibile uscire dall'euro senza la contemporanea denuncia del Trattato di Lisbona: uscita che porterebbe ad una incontrollabile instabilità economica e finanziaria.

Ricordo infatti agli affabulatori populisti anti-euro che il Trattato di Lisbona all'art. 2 comma 4 stabilisce che "L'Unione istituisce un'unione economica e monetaria la cui moneta è l'euro", espressione quest'ultima che si ritrova in molte disposizioni del Trattato, costituendone il collante. Pare dunque impossibile uscire dall'euro senza uscire dalla UE così come gli affabulatori populisti anti-euro lasciano intendere ipotizzando in subordine che i paesi aderenti all'euro trovino un *gentleman agreement* per uscire tutti insieme dalla moneta unica: manco fossero attempate signore che si riuniscono per chiacchierare e per prendere il tè e non capi di Stato e di governo che osservano con preoccupazione alla latente instabilità politica dell'Italia, potenzialmente incapace di sostenere qualunque trattativa per la comune uscire dall'euro. Ci farebbero a pezzi per dividersi le spoglie.

Al pari degli affabulatori populisti anti-vaccini, quelli anti-euro non offrono documentazioni statisticamente significative a sostegno delle loro proposte ed analisi. Mi auguro che anche in questo caso il governatore Visco offra considerazioni conclusive sui rischi esiziali che incontrerebbero l'economia italiana ed il risparmio delle famiglie nel contesto monetario della libera liretta fluttuante nei confronti delle monete forti: l'euro in primo luogo mantenuto e difeso dalle economie più forti.

Agli affabulatori che rimpiangono gli anni dei regime dei cambi variabili (1973-1993) occorre rammentare che in quei venti anni il cambio della lira rispetto al marco tedesco passò da circa 150 lire per un marco a quasi 1000 lire; che l'inflazione galoppò fino ad oltre il 21% nel 1981 portando il tasso del titoli di Stato a medio e lungo termine anch'essi nell'intorno del 20 per cento, caricando negli anni a venire la spesa pubblica per interessi passivi che superò il 12 per cento del PIL, contribuendo a far più che raddoppiare il peso del debito pubblico in percentuale del PIL: dal 47 al 115% nel 1993.

Non appare dunque una grande buona idea quella di ritornare al tmpo dei cambi flessibili abbandonando del tutto il regime dei cambi irrevocabilmente fissi garantito dalla partecipazione alla moneta unica europea.

Invece, nei dodici anni successivi e precedenti la perfetta tempesta finanziaria del 2006-2007, il debito pubblico è prima cresciuto fino al 121 per cento del PIL, per poi ridursi al 103-105 per cento dello stesso. Dal canto loro, l'inflazione e i tassi sui titoli pubblici a medio e lungo termine (BTP) sono scesi rispettivamente fin verso il 2 e il 3,5 per cento. A sua volta la spesa pubblica per interessi passivi è scesa a circa il 4,5 per cento del PIL.

Se la storia non è maestra di vita, uno sguardo al passato da parte degli affabulatori populisti anti-euro potrebbe arricchire i loro scarni e non documentati messaggi e metterli in guardia dal veicolare contenuti incontrollati se non falsi in un twitter o divulgati nella rete.

Le prossime considerazioni del governatore Ignazio Visco, seppure ben coscio come sono che i populisti anti-euro tramite la veicolazione dei loro tam tam racchiusi negli angiporti della politica italiana, non gradiscano il suo rinnovo alla guida della Banca d'Italia, sono dunque una occasione importante per riavviare su solide basi fattuali e non su occasionali teorie una discussione fondata sui fatti e non sulle affabulazioni degli anti-euro populisti d'annata mirate a raccogliere consensi alle prossime elezioni politiche, a spese di quella autorevolezza che l'Italia deve ancora conquistare in Europa.

# 42. Brexit e Trump spingono l'Europa a cambiare: è ora di rimuovere il vincolo del bilancio in pareggio

20 Marzo 2017

Il vincolo del bilancio in pareggio istituito dal Trattato di Roma del 1957 è sempre più insostenibile per l'Unione europea perché ne cristallizza ogni azione rendendo oggettivamente difficile l'avanzamento del processo di integrazione e la creazione di un ministero del Tesoro europeo: è tempo di cambiare.

Finalmente il governo di sua maestà britannica ha diradato la nebbia che separava il continente dall'isola: *il 29 marzo invocherà l'art.50 del trattato per uscire dalla UE*. Data simbolica, non scelta a caso, che segue di soli tre giorni le celebrazioni romane per i sessanta anni dal trattato di Roma. Poiché il Regno Unito, (nell'ipotesi che non si stacchi la Scozia) beneficiava di correzioni in base alle quali veniva rimborsato per un importo del 66% della differenza (all'incirca 14-15 miliardi di euro) tra il suo contributo al bilancio dell'UE e l'importo che riceveva dallo stesso, la trattativa per la definitiva uscita del Regno Unito dall'UE riguarderà necessariamente anche questi aspetti.

Brexit, unitamente al neo protezionismo arcaico di Trump, è una occasione per discutere e rimuovere l'ostacolo più importante al ruolo attivo della UE per la crescita dell'Europa al 27: l'obbligo del bilancio in pareggio della UE stessa. È una lunga storia che si avvia con il trattato di Roma del 1957 ove fu definito il vincolo del bilancio in pareggio: ovvero che il bilancio della UE deve essere finanziato integralmente tramite risorse proprie la cui modifica richiede l'unanimità degli stati membri. In questo caso, infatti, è il Consiglio che deve deliberare secondo una procedura legislativa speciale che prevede l'unanimità di voto dei suoi membri, previa la sola consultazione del Parlamento europeo.

Si aggiunga che la eventuale decisione di istituire nuove categorie di risorse proprie o di sopprimerne una esistente entra in vigore soltanto previa approvazione degli Stati membri conformemente alle rispettive norme costituzionali. Pertanto, diversamente da quanto avviene negli stati membri, la politica di bilancio comunemente intesa, non è tra le funzioni proprie del bilancio dell'Unione che si limita a raccogliere ed erogare fondi sotto il vincolo di bilancio. È un vincolo, i cui risultati economici sono a somma zero, che nel tempo ha cristallizzato ogni azione della UE.

Nel corso degli ultimi anni il *bilancio della UE è ammontato appe*na a circa l'1% del Prodotto interno lordo della stessa Unione; in cifre circa 140-150 miliardi di euro.

Certo è che nei confronti degli stati con struttura federativa la dimensione del bilancio comunitario risulta assai modesto e pertanto inidoneo a conseguire gli importanti obiettivi dichiarati nei trattati.

Ad esempio, negli USA il bilancio federale assorbe circa il 50% delle entrate e delle spese totali e la restante parte compete ai livelli di governo statali e locali. In percentuale del PIL, sia le entrate federali sia le entrate statali e locali ammontano al 17%.

Anche all'interno della stessa UE, in un paese a struttura federale come la Germania, le entrate federali ammontano a circa il 13% del PIL mentre quelli dei Länder e degli enti locali sono intorno al 21%

L'obbligo del bilancio in pareggio formalmente e rigidamente definito nei trattati, costituisce pertanto la più significativa difformità nei confronti dei bilanci degli stati membri. Così, anche a causa di siffatto vincolo, l'*Unione non dispone di una istituzione dotata dei poteri analoghi a quelli propri di un ministero del tesoro* finalizzati a gestire il bilancio in avanzo o in disavanzo mediante acquisto o emissioni di titoli del debito pubblico.

Non è consentito infatti dai trattati che possa crearsi un debito pubblico in capo alla Unione europea (ad esempio Eurobond), così come, ad esempio, è il debito pubblico del tesoro degli USA (Treasury bond). O del tesoro tedesco (Bund tedesco).

È un vincolo, frutto delle decisioni politiche degli stati membri che non intendono condividere l'onere di un debito pubblico intestato all'Unione.

È un vincolo che permanendo nel tempo, prescinde forzatamente dall'andamento ciclico della economia europea considerata nel suo complesso e dagli effetti che la globalizzazione e il progresso tecnico esercitano sulla produttività dei fattori nei diversi settori dell'economia degli stati membri. Ma è pur vero che in Europa, il

riparto tra il bilancio dell'UE e quelli degli Stati membri è fortemente squilibrato: mentre il primo risulta, come già detto, di poco superiore all'1% del PIL complessivo dei Paesi membri, la media delle entrate e delle spese degli Stati membri si colloca intorno al 46% dei rispettivi PIL.

Questa asimmetria rende oggettivamente difficile la realizzazione di significativi avanzamenti del processo di integrazione che, implicando la condivisione delle responsabilità e delle scelte in ambiti politici sempre più numerosi e vasti, richiederebbe che il livello di governo europeo fosse dotato anche non soltanto di mezzi finanziari adeguati, ma anche di poteri politici ed economici – come un ministero del tesoro europeo – che contemperino gli interessi dell'Unione con quelli degli stati membri.

# Quando Ruini disse: "Nessuna Costituzione è perfetta"

8 Settembre 2016

Di fronte alla critiche, spesso strumentali, sui difetti dell'attuale riforma costituzionale sottoposto a referendum vale la pena di rileggere che cosa disse alla Costituente Meuccio Ruini, presidente della Commissione per la Costituzione, demolendo in poche parole le illusioni di "Costituzione perfetta"- Ecco il testo stenografico.

Oggi mi permetto di suggerire ai lettori di Firstonline, che seguono con fatica il dibattito sul referendum costituzionale di autunno, ciò che sostenne, nel lontano 1947, *Meuccio Ruini*, Presidente della Commissione per la Costituzione.

Si tratta di un testo certamente ben noto agli "addetti ai lavori" che oggi sottolineano, spesso in modo strumentale, quanto sia imperfetto il testo sottoposto a referendum: famosi costituzionalisti; altri maître à penser; opporre soltanto soi disant maître à penser; importanti esponenti di partito che si battono per la "perfetta costituzione"; altri che più semplicemente militano per fare cadere il governo Renzi, reo di una proposta guazzabuglio di riforma costituzionale.

Riporto di seguito e senza commenti ciò che ho tratto dal resoconto stenografico a proposito della "perfetta Costituzione".

22 dicembre 1947. Seduta antimeridiana dell'Assemblea Costituente.

Presidente Terracini. L'ordine del giorno reca: Votazione finale a scrutinio segreto della Costituzione della Repubblica italiana. Ha facoltà di parlare l'onorevole Ruini, Presidente della Commissione per la Costituzione.

Ruini, Presidente della Commissione per la Costituzione.

"Critiche sono venute anche da questo banco; ma non ci dobbiamo abbandonare ad un abito di auto-denigrazione, che sembra talvolta un tristo retaggio italiano. Nessuna Costituzione è perfetta. Tutte le volte che se n'è fatta una, sono risuonati lamenti e deprecazioni fra i costituenti. Ciò è avvenuto, anche subito dopo che a Filadelfia fu votata, un secolo e mezzo fa, la Costituzione nord-americana; che ora è giudicata la migliore di tutte!

Un giudizio pacato sui pregi e sui difetti della nostra Carta non può essere dato oggi, con esauriente completezza. Difetti ve ne sono; vi sono lacune e più ancora esuberanze; vi sono incertezze in dati punti; ma mi giungono ormai voci di grandi competenti dall'estero, e riconoscono che questa Carta merita di essere favorevolmente apprezzata, ed ha un buon posto, forse il primo, fra le Costituzioni dell'attuale dopoguerra. Noi, prima di tutti, ne riconosciamo le imperfezioni; ma dobbiamo anche rilevare alcuni risultati acquisiti".

Si tratta di un testo assai limpido che, anche senza commenti interpretativi, fa riflettere sul dibattito strumentale per la Costituzione perfetta.

### 44. Banche, sulle sofferenze è tempo di autocritica e riforme

13 Luglio 2016

Dai rapporti con le fondazioni bancarie alla distinzione fra banche commerciali e d'investimento, dalle legislazioni speciali per Popolari e Bcc alla trasparenza dei prospetti informativi: ecco i punti su cui lo Stato dovrebbe intervenire per correggere gli errori del mercato — Ma i vertici delle banche non possono più eludere un'esame autocritico sui crediti incagliati.

Il livello delle sofferenze bancarie, giunte a lambire i 200 miliardi di euro secondo Bankitalia, ha sfiorato il 10% del debito pubblico italiano. Ciononostante, questa montagna unica nel panorama della UE non ha ancora stimolato una qualche riflessione autocritica da parte del sistema bancario. Paradossale e impudico nei confronti di ogni assennato cittadino è il comportamento autoassolutorio del sistema bancario, che si appella alla crisi "che sta intorno a noi", o che accusa del disastro bancario il bail-in dichiarato con solennità anche anticostituzionale.

Nulla si racconta sulla errata valutazione dei più diversi rischi associati, ad esempio, ai derivati (vedi il caso tedesco, che invece lo ammette) e a quelli assai più diffusi che hanno portato alle sofferenze. Notoriamente si tratta del rischio di mercato (vedi il settore delle costruzioni); di quello di controparte (ad esempio finanziamenti dati con leva al 100%); di quello di interesse e di cambio, di norma associati ai derivati di copertura; di quello operativo (modelli matematici per la valutazione dell'assorbimento di capitale) e, più in generale del modello di business della banca universale che lega il rischio della tradizionale banca commerciale a quello della banca d'investimento.

Una riflessione non autoassolutoria che stimasse il peso che la valutazione errata di ogni singola categoria di rischio ha portato alla montagna delle sofferenze aiuterebbe le banche stesse ad adottare le necessarie riforme e procedure interne connesse alla valutazione di ogni singola componente di rischio. Ovvero, si dovrebbe con onestà ammettere che "i guai li abbiamo creato anche noi membri del top management bancario, assistiti dai più diversi CDA, spesso dormienti e da consulenti a caccia di compensi".

In siffatto contesto, in cui continua a operare anche il sistema bancario ombra (lo *shadow banking* di cui non più si parla), ritenere che il più acuto fallimento del mercato finanziario (bancario e mobiliare) dal dopoguerra ad oggi possa essere risolto dal mercato finanziario stesso è un evidente non senso, che dovrebbe essere riconosciuto anche dai più convinti chierici sostenitori della ideologia che postula la capacità dei marcati finanziari di autoregolamentarsi ed autoriformarsi.

Dovrebbe pertanto essere condiviso da ogni ragionevole policy maker (anche tedesco) che, constatato il fallimento del mercato finanziario, non può essere che la mano pubblica a rimediare al fallimento del mercato stesso. Una mano pubblica tuttavia che non dovrebbe limitarsi, se necessario, alla sempre implorata socializzazione delle perdite delle banche private, ma cogliere l'occasione per una riflessione finalizzata a rimediare ad alcuni problemi da lungo tempo lasciati irrisolti.

Ad esempio, siffatta riflessione potrebbe condurre l'azione della policy maker alla separazione della banca commerciale dalla banca d'investimento e alla progressiva concentrazione societaria delle banche di più modeste dimensioni che si sono avventurate irresponsabilmente nel campo rischioso dei "fare finanza".

Ma si deve riflettere sul fatto che anche i comportamenti degli assetti proprietari che guidano le banche italiane e che hanno perseguito con tenacia sia la politica del debito proprio (le obbligazioni bancarie, con prospetti informativi depurati dagli "scenari probabilistici"), sia quella dei prenditori di fondi sovente privilegiati non per merito di credito, ma per appartenenza a potenti gruppi economici supposti solvibili o al territorio (che generano le sofferenze bancarie) dovrebbero essere presto riformati e rivisti, per non tardare a dare ragione a quanto osserva al riguardo la BRI-Banca per i regolamenti internazionali (relazione di giugno 2016); ovvero che si deve "abbandonare il modello di crescita trainata dal debito che ha agito da surrogato politico e sociale" (p. 3). Surrogato che nel caso dell'Italia, è stato abbondantemente distribuito dalle banche.

Ma vi è di più. Se la crisi bancaria degli anni trenta fu dovuta all'intreccio banche e imprese, la grave crisi di oggi è largamente dovuta all'intreccio tra politica (meglio i partiti politici) nel condizionamento della nella gestione delle banche italiane. I pletorici consigli di amministrazione della banca italiane (sovente frutto di una meccanica

applicazione di manuale Cencelli bancario), spesso pari a un multiplo di una squadra di calcio, sono il risultato non soltanto dell'assenza di un "nucleo duro" di azionisti di comando, ma della presenza di "nocciolini" (vedi le fondazioni bancarie) in rappresentanza della deleteria ideologia del legame con il territorio che, a sua volta si intreccia con le domande dell'incombente ceto politico e sindacale. Imporre alle fondazioni bancarie la cessione delle partecipazioni bancarie potrebbe scioglier il legame tra politica e banca.

Eliminare dal testo unico di finanza le legislazioni i speciali – disperatamente difese dalle singole corporazioni – che riguardano le banche popolari (anche quelle trasformate in SPA) e le banche di credito cooperativo, separare la banca commerciale da quella d'investimento, imporre per legge gli "scenari probabilistici" nei prospetti informativi. Potrebbero essere i primi passi per cominciare a rimediare ai problemi da troppo tempo rimasti irrisolti.

## 45. Accelerare l'uscita di UK da UE per ridare fiducia ai mercati

28 Giugno 2016

L'unico modo per superare le incertezze dei mercati finanziari e ridare fiducia alle banche è quello di convincere la cancelliera Merkel ad accorciare i tempi di uscita della Gran Bretagna dalla Unione Europea.

Le dichiarazioni del cancelliere dello Scacchiere britannico, George Osborne, tese a rassicurare i mercati finanziari sono in palese contraddizione con l'altra dichiarazione dello stesso: ovvero che il Regno Unito (o ciò che rimarrà) uscirà dalla UE quando sarà pronto a farlo, in continuità con il comportamento del primo ministro Cameron che rinvia al suo successore (quando?) l'avvio delle procedure previste dall'art.50 del trattato di Lisbona.

È un comportamento tipico non della tradizionale flemma inglese ma dei governi della fine della prima repubblica italiana sempre stigmatizzati dalla stampa british.

Ciò non sorprende, come da sempre la politica estera inglese si caratterizza per non avere alleati o amici ma sempre e soltanto interessi british. È del tutto evidente, che l'azzardo referendario dello sgangherato governo conservatore inglese, assistito nei fatti dall'altrettanto sgangherato partito laburista, mirava, se avesse vinto "remain", ad ottenere sempre maggiori concessioni e fondi dall'UE.

Non a caso i milioni di firme per ottenere una legge che consenta la ripetizione del referendum vengono dai londinesi che, non certo per "amore" per la UE, temono di perdere i vantaggi del-lo status quo concessi dalla UE.

Per rassicurare i mercati finanziari l'unica via è quella di convincere la Merkel circa la impellente necessità di eliminare l'incertezza sui tempi dell'uscita dell'UK dalla UE. Più i tempi sono incerti e prolungati a vantaggio degli inglesi, più i mercati europei continueranno a fibrillare e l'attacco alle banche italiana sarà sempre più violento essendo il lato debole del sistema Italia.

In questo contesto di prolungata incertezza sui comportamenti british si profila sempre più probabile l'intervento per la cosiddetta rete di sicurezza per le banche italiane, nei confronti delle quali la fiducia dei risparmiatori è ai minimi storici. Sfiducia da tenere presente per il rinnovo a scadenza dello stock di obbligazioni bancarie (subordinate o no che siano) che hanno riempito il portafoglio dei risparmiatori.

Non dimenticare il dibattito sugli "scenari probabilistici" e sulla dose di sfiducia aggiuntiva data ai comportamenti dei risparmiatori potrebbe essere la via per facilitare le banche italiane nella difficile impresa del rinnovo dei loro prestiti obbligazionari.

#### 46. Tutela dei risparmiatori, basterebbe un emendamento

12 Giugno 2016

Al di là delle dispute sulla Consob e sul suo presidente, per risolvere una volta per tutte il problema degli scenari probabilistici e dell'opportunità del loro inserimento nei prospettivi informativi dei prodotti finanziari basterebbe approvare un brevissimo emendamento al decreto banche attualmente in discussione in Parlamento.

Il dibattito che continua sul comportamento recente della Consob e del suo presidente Giuseppe Vegas rischia di risultare incomprensibile al risparmiatore di media educazione finanziaria e non propone una soluzione, chiunque sia il presidente della Consob, che risolva una volta per tutte il problema degli scenari probabilistici e dell'opportunità del suo inserimento nei prospetti informativi.

Sul mio blog del 9 giugno segnalavo la diffidenza degli istituti finanziari a comunicare nel prospetto informativo i citati scenari probabilistici di cui ovviamente dispongono gli uffici finalizzati alla valutazione di rischi nelle loro diverse configurazioni, così come impone la vigilanza regolamentare della Banca d'Italia: art. 53 del Testo unico bancario. Vigilanza regolamentare. La Banca d'Italia emana disposizioni di carattere generale aventi a oggetto: a) l'adeguatezza patrimoniale; b) il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni [...].

È però vero che l'espressione "scenari probabilistici" è entrata nel gergo politico e giornalistico da non troppo tempo e potrebbe ancora apparire non pienamente comprensibile anche ai più smaliziati investitori. Nel blog del 9 giugno esemplificavo, ricorrendo al linguaggio delle sfide elettorali ed alle relative "forchette". Nel caso dei mercati finanziari il Testo unico di finanza (TUC) può contribuire a rendere avvertito il risparmiatore qualora sia letto, interpretato e integrato non soltanto in modo formale ma con attenzione alla capacità di lettura dell'investitore medio.

Ricordo infatti che all'art. 94, c. 2, si legge che "il prospetto contiene una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave", ovvero che "il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto,

informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti.

È ormai pacificamente acquisito che tra le caratteristiche fondamentali di un prodotto finanziario dovrebbero figurare gli scenari probabilistici, così come era prassi nell'intorno dei primi anni duemila.

Pochi ricordano che l'espressione "scenari probabilistici" può essere ricondotta, come risulta dall'esperienza della Consob, a poche ma chiare informazioni da inserire nel prospetto informativo. Quanto segue, tratto dall'archivio storico dei prospetti depositati in Consob, ma reso anonimo, esemplifica ciò che dovrebbe essere comunicato al risparmiatore inserendo nel prospetto informativo informazioni sulla probabilità del verificarsi di alcuni eventi del tipo:

- a) Il rendimento è negativo con probabilità al 68,50%:
- b) Il rendimento è positivo ma inferiore a quello di un Risk free assets con probabilità al 2,80%;
- c) Il rendimento è positivo ed in linea con quello di un Risk free asset 4,40%;
- d) Il rendimento è positivo e superiore a quello di un Risk free asset 24,30%.

Tali scenari probabilistici e i relativi valori centrali sono stati calcolati sulla base della media aritmetica dei prezzi di riferimento delle azioni XXX registrati sul MTA dal 29 luglio XXXX al 25 agosto dell'anno XXXX.

Come ognuno può constatare l'informazione è di semplice e agevole comprensione per tutti, al pari delle "forchette" elettorali.

Per dotare il prospetto informativo di siffatte informazioni, dando certezza ai mercati, non occorre una revisione di molte norme, sarebbe sufficiente il seguente emendamento: "l'art. 94, c. 2, del D.lgs. 58/1998 dopo le parole "informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti" aggiungere le seguenti parole "compresi gli scenari probabilistici".

Il decreto legge sulla banca all'esame del Parlamento potrebbe essere l'occasione, banche permettendo, da non perdere per rassicurare i risparmiatori e per tale via anche i mercati finanziari.

#### 47. La Consob, i risparmiatori e le forchette di rischio

9 Giugno 2016

Le polemiche che hanno investito la Consob e il suo presidente sui cosiddetti scenari probabilistici nei prospetti informativi per i risparmiatori potrebbero diventare l'occasione per una leggina che imponga le forchette di rischio sui prodotti finanziari ma ricordando che in finanza non esistono investimenti a rischio zero.

Le recenti polemiche che hanno coinvolto la Consob ed il suo presidente Vegas in merito alla necessità di includere, proposta che da sempre condivido, nei prospetti i c.d. scenari probabilistici finalizzati ad informare il risparmiatore sulla probabilità di ottenere il rendimento sperato, solleva un problema più generale non soltanto sul grado di educazione finanziaria dei risparmiatori italiani – che tutti invocano, ma che purtroppo non scende dal cielo – ma soprattutto sulla disponibilità (scarsa) dei vertici delle istituzioni finanziarie, ad attrezzare con semplici strumenti conoscitivi il risparmiatore stesso sulle plurime opportunità di scelte di investimento, opportunamente ponderate con le altrettante plurime probabilità di rischio.

Ma oggi, per lo sviluppo delle tecnologie informatiche in un contesto di globalizzazione, il mondo dell'informazione è radicalmente e rapidamente cambiato. Le fonti di informazione rilevanti per i mercati finanziari e per i risparmiatori si sono moltiplicate a dismisura rendendo quasi impossibile il loro riordino nelle valutazioni dello stesso risparmiatore: la rete di internet con i suoi portali finanziari che informano il pubblico quasi in tempo reale e su scala mondiale o che offre (di norma via e mail) gadget per fare trading "fai da te" (qualcuno li controlla ?); i programmi pubblicitari degli emittenti prodotti finanziari che rinviano alla accurata lettura dei prospetti, così come fanno le case farmaceutiche con il rinvio ai bugiardini, con la differenza che i farmaci sono controllati da enti pubblici specializzati a differenza dei prodotti finanziari (non a caso definiti anche "tossici"; le istituzioni pubbliche che disseminano informazioni statistiche sull'andamento dei mercati; sponsor che assistono gli emittenti in fase di collocamento iniziale sul mercato primario; le società di revisione appartenenti a gruppi polifunzionali; le agenzie di rating possedute da soggetti che operano sui mercati finanziari, e così via. È ovvio che tutto ciò è difficilmente riassumibile nella testa del risparmiatore.

Ma diversamente da quest'ultimo, le istituzioni finanziarie elaborano, sulla base di modelli statistici e probabilistici che a loro volta utilizzano le serie storiche delle informazioni raccolte in colossali data base e nei big data, – e ci mancherebbe altro che non fosse così – calcolano il probabile rendimento e il rischio associato ad ogni prodotto. Ma siffatte elaborazioni rimangono chiuse nei computer dei back office, ove statistici e matematici elaborino i complessi algoritmi finalizzati a definire il rischio per l'emittente dei diversi prodotti finanziari da offrire al pubblico. Specularmente, questo rischio grava anche sulle spalle del risparmiatore. È però vero che chi auspicasse che al risparmiatore fossero forniti anche i complessi algoritmi ora ricordati, non farebbe altro che accrescerei la confusione nella mente del poveretto, caso mai a digiuno anche delle più elementari nozione statistiche ed algebriche.

È altrettanto vero che la legislazione non aiuta ad educare e a prendere in considerazione alla probabilità del verificarsi degli eventi finanziari. Ho provato infatti a rintracciare, con i modesti mezzi offerti dal mio PC, cliccando su "trova", se nel *Testo unico di finanza* avessero spazio i lemmi "proba abilità" oppure "probabilistico". Ma entrambi i lemmi non figurano nel TUC, segnando che il concetto di probabilità non si è mai posto nelle riflessioni e nella mente del legislatore e dei suoi c.d. esperti nel campo dei mercati finanziari, dominati in vece sempre e ovunque dall'incertezza che non può essere eliminata con l'informazione anche più completa.

La buona informazione è condizione necessaria ma non sufficiente per informare correttamente il risparmiatore: Troppe informazioni equivalgono a nessuna informazione. Lo stesso lemma "calcolo" è degradato all'utilizzo elementare di "somma" e "sottrazione" nel caso del "calcolo" dei numeri dei votanti e dei presenti in qualche assemblea societaria.

Ma vi può essere una via di uscita proprio grazie alla tecnologia delle informazioni. Infatti, la prassi da anni seguita degli exit poll elettorali e delle proiezioni dei risultati di voto ha da tempo abituato il cittadino italiano a ben comprendere il concetto squisitamente probabilistico offerto dalle c.d. "forchette" (ovvero intervallo di confidenza) entro cui si collocano le probabilità che vinca il candidato prescelto. Sono due numeri semplici che ognuno è ormai abituato a comprendere e a valutare con accuratezza.

Anche i modelli matematici e statistici applicati ai mercati finanziari producono "forchette" (intervallo di confidenza) sulla probabilità di default di un prodotto finanziario: e ripeto: ci mancherebbe altro che non fosse così.

Forse, prendendo lo spunto dalle attuali polemiche sul comportamento della Consob, una leggina che imponesse le "forchette" nei prospetti informativi potrebbe essere di aiuto ai risparmiatori e al buon funzionamento del mercato finanziario, che in ogni caso non sarà mai a "rischio zero", così come insegna ogni valutazione probabilistica.

## 48. Separare la banca commerciale da quella d'investimento

2 Giugno 2016

Apprezzabile lo slancio europeistico delle Considerazioni finali nel governatore Visco – "Si cresce con le riforme che portano a perdere sovranità nazionale" – L'insostenibile rabbia del leghista Salvini – I limiti dell'industria bancaria italiana, specialmente nell'investment banking che va di nuovo separato dall'attività commerciale.

Le prime reazioni a caldo esposte nella grande stampa nazionale stupiscono per non avere colto pienamente nelle considerazioni finali del governatore Visco l'asse portante delle considerazioni stesse: le condizioni attuali e le prospettive dei singoli paesi dell'area dell'euro sono strettamente legate a quelle della costruzione europea (pag. 13).

Molte reazioni immediate hanno infatti privilegiato gli aspetti domestici (cuneo fiscale, investimenti privati e pubblici, piccole grandi imprese e banche italiane, e così via) trascurando quell'impianto europeistico (opportunamente corredato con il ricordo di Altiero Spinelli ed il manifesto di Ventotene) dalla cui realizzazione conseguono alcune delle ricette domestiche, soprattutto con riferimento alla stabilità finanziaria da assicurare all'area dell'euro, da intendersi al pari di un bene comune a livello sovranazionale. Si è trascurato che le prospettive di crescita dipendono fortemente anche dalla perdita di sovranità di ogni singolo paese dell'area euro.

Non stupisce invece che ciò sia stato colto con rabbia dal leghista Salvini che ha proposto sbrigativamente di "mandare in galera" il Governatore Visco (Repubblica.it del 31 maggio 2016), forse nel timore che le ineccepibili e lucide considerazioni dello stesso Visco potessero fare breccia nella mente di qualche suo elettore, ma nel contempo ignorando, il misero, che stava evocando le vicende che colpirono la Banca d'Italia nelle persone di Paolo Baffi e Mario Sarcinelli nel corso del periodo più torbido della repubblica italiana.

Urticante per molti dei presenti deve essere stata il paragrafo, non a caso il più lungo e posto al centro delle considerazioni finali, recante il titolo: *La costruzione europea: progressi e incertezze* (pp. 13-17). Parimenti urticante deve essere apparso il sostegno del governatore Visco

alla opportunità di procedere alla perdita di sovranità della politica domestica italiana con "l'affiancamento o la sostituzione di strumenti di intervento nazionali con analoghi strumenti sovranazionali" o per disporre di "un bilancio pubblico condiviso, che non può che passare attraverso ulteriori cessioni di sovranità nazionale" che "garantirebbe la possibilità di attuare politiche coerenti con le condizioni cicliche delle diverse economie". Così come urticante è il passaggio ove si sostiene che "Sarebbe in effetti illusorio credere di poter governare l'economia e la finanza, le cui dimensioni globali sono manifeste, nel ristretto ambito dei singoli paesi europei ... L'unione dell'Europa si compie con lo sviluppo di istituzioni democratiche designate a gestire la sovranità comune" e che occorre "l'affiancamento o la sostituzione di strumenti di intervento nazionali con analoghi istituti sovranazionali".

Questo breve florilegio, tratto dalle considerazione finali del Governatore Visco, illustra con sufficiente chiarezza l'esigenza che il mantra della politica nazionale "si cresce con le riforme", deve oggi essere opportunamente completato con "le riforme che portano a perdere sovranità nazionale".

In quest'ottica le considerazioni del Governatore Visco sollecitano alcune riflessioni di non breve periodo, sulla struttura del sistema
bancario italiano e sulla correlata modesta contribuzione allo sviluppo
dell'economia reale. Annota infatti il governatore Visco che "spinge
alla revisione del modello di attività anche l'evoluzione del sistema
finanziario verso un assetto in cui canali di finanziamento dell'economia alternativi a quello bancario svolgono un ruolo crescente [...]"
mentre "in Italia l'intermediazione non bancaria resta decisamente
meno sviluppata che in altri paesi". Invero, dall'inizio degli anni duemila, malgrado l'affermazione della banca universale, la dipendenza
delle imprese dal credito bancario è continuata in proporzioni sconosciute in economie più consolidate.

Si aggiunga che l'aggregazione di molti istituti di credito non pare che abbia comportato significative modificazioni alla propensione delle banche a perseverare nella perniciosa prassi del "legame con il territorio". Annota al riguardo il governatore Visco che "è necessario procedere speditamente [...] superando vecchie logiche di mero presidio del territorio che hanno sovente contribuito ad acuire, anziché attenuare, le difficoltà dell'economia reale e delle stesse banche".

In Italia, l'industria bancaria si mostra sia inidonea a richiedere la partecipazione con capitale di rischio ai soggetti affidati, che così vengono esonerati da correre ogni rischio dell'investimento; sia, lo annotava il Ministro Andreatta già nel 1981, reticente a promuovere "attività di "investment banking [...] in grado di selezionare e preparare operazioni di offerta al pubblico di azioni di società che intendano allargare la propria compagine e farsi quotare in borsa" (Intervento del ministro del Tesoro all'assemblea dell'ABI, 24 giugno 1981, p. 24, mimeo).

Da sempre l'industria bancaria italiana mostra l'assenza di una consolidata e diffusa professionalità nel settore dell'investment banking: con l'eccezione di Mediobanca, che tuttavia dava le carte sempre alle stesse famiglie, e all'IMI che una volta disponeva di un corpo di ingegneri capaci di valutare il merito di credito dell'impresa che lo richiedeva.

Una volta molte banche disponevano di ingegneri e settorialisti che visitavano le imprese affidate per valutare sul campo i rischi connessi agli investimenti e alla bontà del prenditore di fondi. Oggi gli ingegneri, insieme a matematici e fisici, stanno nel back office ad elaborare sofisticati strumenti matematici e statistici per la valutazione del rischio e l'assorbimento di capitale. Nulla di male, se non fosse che nessuno visita più le imprese per dare al back office le informazioni sensibili per valutare le carte presentate dal prenditore di fondi.

In conclusione, sarebbe dunque opportuno riflettere sulla opportunità di procedere alla separazione della banca d'investimento da quella commerciale, che oggi coesistono all'interno della banca universale e del gruppo polifunzionale.

Ne conseguirebbe che la raccolta di risparmio della banca d'investimento verrebbe operata principalmente tramite l'emissione di obbligazioni in sostituzione di quelle bancarie la cui consistenza è oggi pari al 38 per cento del PIL (*Relazione annuale*, p. 159).

A sua volta la banca commerciale, come nel passato ma oggi in presenza del bail in, dovrebbe limitarsi a raccogliere risparmio a breve (garantito fino ad un certo limite, come già è previsto nell'ordinamento italiano ed escluso dal bail in fino a centomila di depositi in euro) ed a trasformare le scadenze per l'erogazione dei finanziamenti alle famiglie e alle piccole e medie imprese.

## 49. Trasparenza e razionalità in finanza sono come l'araba fenice

24 Maggio 2016

La teoria neoclassica postula la razionalità dell'investitore ma gli studi di neuro-economia e di finanza comportamentale contestano questo paradigma
e sostengono che le scelte dei risparmiatori siano prevalentemente dovute
all'effetto gregge, all'effetto rumors, all'effetto ancoraggio, all'effetto emotion
e all'effetto annuncio – Ecco perché la trasparenza e la razionalità dei mercati
fanno venire in mente l'araba fenice del Metastasio.

La vicenda rovinosa, ma non ancora conclusa, delle quattro piccole banche ha portato molti commentatori ad invocare maggiore trasparenza sui mercati finanziari. La trasparenza sarebbe dunque la condizione necessaria e sufficiente affinché il risparmiatore possa operare scelte consapevoli sulle combinazioni di rischio e rendimento dell'investimento che si accinge a effettuare. Il susseguirsi delle più rovinose vicende finanziarie ha contribuito a giudicare carente la legislazione sui mercati finanziari tesa per l'appunto a garantire che l'investitore sia correttamente e compiutamente informato.

Per non ragionare soltanto su un insieme indistinto di mercati finanziari, è opportuno annotare che con l'espressione "trasparenza dei mercati finanziari" si deve fare riferimento ad almeno due mercati distinti: quello primario e quello secondario che, seppure strettamente intrecciati, richiedono regolamentazioni differenti. Il primo necessita di regole di trasparenza finalizzate a rendere informato il mercato sullo stato patrimoniale dell'emittente e in particolare sui comportamenti e strategie dei suoi amministratori.

Il secondo, richiede che l'informazione riguardi principalmente la natura, lo stato patrimoniale ed il comportamento dell'intermediario finanziario che negozia i titoli emessi dall'emittente, soprattutto per prevenire i conflitti di interesse nel caso in cui l'intermediario sia anche un operatore polifunzionale, come di norma avviene, e non soltanto un puro broker. In ogni caso, per entrambi i mercati, così come sta scritto nei ben ordinati manualetti di finanza, il risparmiatore è sempre supposto razionale nelle sue scelte.

Anche alla predisposizione delle norme di vigilanza sottende il paradigma della razionalità dell'investitore ben informato...È una eredità dell'economia neo classica che si considerava non una semplice disciplina nel campo delle scienze umane, ma una disciplina al pari della fisica e della matematica da applicarsi alla società e alle scelte degli operatori economici. Quale sia la razionalità dello HFT, Hight Frequency Trading, rimane per me un mistero.

Gli studi di neuro-economia e di finanza comportamentale (per tutti si vedano I saggi di S. della Vigna, *Psychology and Economics: Evidence from the Field*, Journal of Economic Literature 2009, 47:2, 315–372; M. Rabin, *A perspective on psychology and economics*. Alfred Marshall Lecture, European Economic Review 46 (2002) 657 – 685.), notoriamente contestano il paradigma neoclassico della razionalità delle scelte individuali e ritengono invece, con diverso paradigma, che i comportamenti dei risparmiatori siano dovuti, ad esempio, ma senza pretesa di completezza a:

- a) l'effetto "gregge", altrimenti detto effetto guru, per cui l'investitore, conformandosi alle opinioni, spesso esaltate nella stampa, della maggior parte degli operatori o, degli analisti finanziari o dei grandi investitori, segue le tendenze di breve periodo caratterizzate da elevata volatilità dei prezzi;
- b) l'effetto rumors, ovvero si compra seguendo i rumors (avvenimenti incerti e soltanto probabili) sul mercato e si vende quando la notizia vera e propria viene data al mercato;
- c) l'effetto ancoraggio, ovvero si ipotizza che l'andamento dei titoli possa essere legato ad avvenimenti passati (c.d. "ancoraggio") che condizionano la razionalità di scelte successive;
- d) l'effetto emotion, per cui si prendono decisioni a livello emotivo e dunque tendenzialmente irrazionali, oppure fondate su pregiudizi cognitivi; e) l'effetto annuncio per cui assumono comportamenti basati sulla ipotesi secondo cui i prezzi di mercato si muovono non sulla base dei dati fondamentali delle aziende, bensì in ordine allo scostamento di questi dati dalle aspettative supposte razionali.

Gli stessi studi hanno anche messo in evidenza che molti imprenditori e manager sono afflitti quanto meno da:

a) overconfidence, che li porta a sottostimare i rischi di mercato, di impresa, di controparte e così via;

- b) errori per le decisioni adottate con riferimento a campioni statistici non rappresentativi dell'universo e dunque gli eventi considerati sono disposti sulle code sottili delle distribuzioni probabilistiche: si sovrastima così la probabilità di successo;
- c) indisponibilità e arroganza a non riconsiderare le decisioni assunte nel passato il cui fallimento è attribuito a fattori esterni e non ad errori commessi in proprio.

In conclusione, se quanto sopra fosse anche soltanto parzialmente verosimile, le più recenti vicende dei mercati finanziari che scontano la razionalità sottostante la vigilanza, le informazioni esibite nei prospetti informativi e la presunzione di razionalità dell'investitore fanno tornare alla mente il famoso aforisma di Pietro Metastasio: anche la trasparenza della finanza e la razionalità delle scelte sono come l'araba fenice "che vi sia, ciascun lo dice; dove sia, nessun lo sa".

## 50. In Borsa stop agli scambi superveloci, almeno per i titoli sottili

19 Maggio 2016

Per stabilizzare la volatilità degli scambi azionari causata anche dall'ormai famoso algoritmo HTF (High Frequency Trading), portato alla ribalta nel film thriller "Money Monster", bisognerebbe "mettere sabbia" negli ingranaggi dei computer che fanno HTF per ridurne la velocità o, per lo meno, vietare l'HTF sui titoli sottili.

Prima o poi doveva accadere che anche l'algoritmo per le super veloci negoziazioni di borsa – lo HFT, Hight Frequency Trading – avrebbe ricevuto l'onore di figurare in un film thriller ambientato a Wall Street: Money Monster. La visione del film (abbastanza gradevole, ma di qualità non eccezionale) mi ha fatto tornare alla memoria un interessante dibattito che si tenne nella metà degli anni novanta. Un dibattito che allora riguardo la Hight Mobility internazionale dei capitali e dei compiti delle autorità nazionali deputate a gestire la politica monetaria anche al fine di mantenere stabili i cambi nel contesto di economia che si stavano rapidamente globalizzano.

Lo ricordo oggi perché il dibattito di allora riguardò anche se e come "mettere sabbia" nei movimenti dei capitali internazionali, divenuti eccezionalmente rapidi anche a causa delle innovazioni tecnologiche che favoriscono la velocità delle transazioni sui mercati dei capitali internazionali. (Cfr. Barry Eichengreen, James Tobin and Charles Wyplosz, *Two Cases for Sand in the Weels of International Finance*, The Economic Journal, 1995, January, pp.162-172).

Allora il dibattito riguardava l'opportunità di stabilizzare la volatilità dei cambi, oggi potrebbe essere il caso di discutere se sia opportuno stabilizzare la volatilità dei corsi azionari causata anche dall'ormai famoso algoritmo HTF. Algoritmo che confina nell'oblio la figura del market maker e la sua funzione di stabilizzazione dei corsi. Si limita ad osservare prudentemente la Consob che "desta preoccupazione la persistente crescita del trading algoritmico e dell'high frequency trading (HFT), per i riflessi negativi che essi possono produrre sul processo di price discovery e sulla volatilità dei rendimenti azionari giornalieri [...]

Ciò potrebbe generare il rischio di un aumento delle oscillazioni dei corsi dei singoli titoli e della volatilità complessiva dei mercati (Re-

*lazione 2015*, pp. 9-10). Così preoccupata, la Consob intende monitorare i processi di formazione dei prezzi delle azioni.

Il fenomeno dell'hft ed i connessi rischi sono ormai noti a tutti grazie a Money Monster ed il monitoraggio non può che confermarli. Forse sarebbe più opportuno "mettere sabbia" negli ingranaggi dei computer che fanno hft per ridurne la velocità di negoziazione, far valutare al trader l'opportunità delle negoziazioni e ridare lavoro al market maker. Oppure, quanto meno, non consentire lo hft sui titoli sottili da sempre troppo esposti alla volatilità di borsa e terreno di caccia per gli speculatori.

In fin dei conti sono provvedimenti che consentirebbero di non dovere dare ragione al Keynes della *Teoria generale* del 1936: "Si è generalmente d'accordo sul fatto che i "casinos", in nome del pubblico interesse, dovrebbero essere resi inaccessibili e molto costosi.

E ciò vale anche per gli Stock Exchanges".

### 51. Consob, troppe omissioni nella Relazione al mercato

12 Maggio 2016

Il presidente Vegas ha chiesto al sistema politico nuove norme per la trasparenza dei mercati finanziari ma si è scordato di esaminare i conflitti d'interesse che si sono manifestati nel 2015, il declinante numero delle società quotate, il troppo compiacente ruolo degli analisti finanziari e non ha informato sugli esiti delle ispezioni – Potrebbe essere il momento di vietare alle banche di collocare direttamente le proprie azioni presso i propri correntisti.

Più che una Relazione al mercato, il presidente Vegas si è rivolto, nella tradizionale cerimonia annuale a Piazza Affari, al sistema politico cui ha chiesto nuove norme per la trasparenza dei mercati finanziari. Nell'opinione del presidente pare di scorgere l'idea che la trasparenza dell'informazione possa defluire naturalmente da prospetti informativi una volta che siano redatti in modo semplificato e comprensibile per il lettore e per l'investitore.

Penso che il mercato, e non la politica, si sarebbe aspettato qualcosa di più dati gli avvenimenti del 2015.

Ad esempio, difetta nell'Incontro con il mercato finanziario il riferimento ai conflitti di interesse, e a come superarli, tra emittente e risparmiatore, così come avvenuto nel caso delle piccole banche salvate (tema ridotto a pag. 30 della *Relazione completa* ad una insignificante e prudente annotazione che "un primo profilo riguarda il possibile intensificarsi dei conflitti di interessi tra banche e clienti"; al declinante numero delle società quotate (da 272 nel 2010 a 242 nel 2015) segno della scarsa attrattività della borsa italiana, cui potrebbe contribuire la regolamentazione Consob, e della sua endemica manipolabilità operativa, non sappiamo quanto sanzionata; al ruolo degli analisti finanziari e ai consigli operativi degli studi monografici che privilegiano da sempre il Buy (58%), rispetto a Hold (35%) e quasi mai Sell (6,7%), in evidente "compiacenza" con l'emittente, e così via.

Una prudente quanto singolare omissione di informazione al mercato finanziario potrebbe indurre una eccessiva fiducia nei risparmiatori. Assicura infatti il presidente Vegas che, a partire dal 2007, Consob ha realizzato circa mille interventi di vigilanza in materia di servizi di investimento. Complessivamente, essi hanno coperto circa il 90 per cento del risparmio investito in strumenti finanziari riconducibili a clientela retail. Sarebbe stato interessante che nel corso della solenne celebrazione il mercato fosse informato anche sugli esiti delle ispezioni onde evitare di ingenerare una fittizia fiducia nel nell'investitore sulla efficacia della vigilanza della Consob. Tutto bene Presidente Vegas?

Possiamo stare tranquilli per i servizi di investimento e ritenere che il caso delle quattro banche sia sfuggito in quanto ricompreso in quel 10 per cento non oggetto di ispezioni?

È una omissione che pare avere dimenticato il monito del professor B. Black dell'università di Stanford negli USA, ovvero che "vi è della magia nei mercati dei titoli. Gli investitori pagano enormi quantità di denaro per disporre di diritti intangibili, il cui valore dipende dalla qualità dell'informazione che l'investitore riceve e dalla onestà di altri signori di cui l'investitore sa quasi nulla".

Non soltanto dunque "qualità dell'informazione" ma anche "onestà di altri signori" che richiama il tema della governance delle società per azioni che, seppure non quotate, collocano le azioni proprie o le proprie obbligazioni nel portafoglio dei risparmiatori, supposti informati sulle combinazioni di rischio e di investimento di ciò che l'onestà degli altri signori gli sta proponendo.

Il presidente Vegas avrebbe, in questa occasione solenne, potuto ricordare che "con il crescente sviluppo delle società per azioni si viene quindi a formare una particolare tecnica finanziaria il cui scopo centrale consiste nell'assicurare col più piccolo capitale possibile il controllo sul più grande possibile capitale altrui".

Sono parole che potrebbero essere uscite dalla penna di un Chicago boy di oggi, o da quella di un consulente finanziario, o del presidente di una struttura piramidale come quelle che affollano la borsa italiana; oppure a Roberto Calvi, che esercitava il controllo del Banco Ambrosiano disponendo soltanto di un pacchetto azionario assai contenuto. Invece sono parole uscite dalla penna di Rudolf Hilferding che nel 1909 le espose nella sua opera *Il Capitale finanziario* (tradotto da Feltrinelli nel 1961, p. 140), e che aveva anche

opportunamente premesso a siffatte parole che "il poter disporre del capitale altrui è cosa tutto sommato vantaggiosa [...], la direzione di un'impresa, prescindendo da ogni altra considerazione, ha un'importanza decisiva per potere influenzare il movimento della proprietà azionaria in borsa" (p. 139).

In sintesi, poco capitale proprio per manovrare molto capitale altrui. Potrebbe essere il momento di riflettere se non sia opportuno, dopo i fatti del 2015, impedire che le banche collochino direttamente le proprie azioni nel portafoglio dei propri correntisti, ancorché supposti informati.

### 52. Detassare gli utili d'impresa reinvestiti in nuovi investimenti

8 Maggio 2016

Per creare nuova domanda aggregata e avviare un circolo virtuoso nell'economia italiana la prima mossa spetta agli imprenditori ma uno stimolo per quelli più dinamici potrebbe venire dalla riconversione dei 17-18 miliardi di trasferimenti e contributi pubblici in conto capitale alle imprese a favore della detassazione degli utili di impresa reinvestiti in nuovi investimenti.

Continuare a credere che sia la finanza a trascinare l'industria è uno dei lasciti più perniciosi del flagello monetarista. È meglio prendere atto, anche solo con un tweet, che la finanza può stringere ma non spingere l'economia.

Non a caso la liquidità immessa sui mercati, i tassi di interesse prossimi allo zero e l'abbondante offerta di credito non hanno smosso gli imprenditori "en pantoufle" italiani nel riprendere la via degli investimenti non finanziari che stanno declinando da anni, come ho raccontato nel mio precedente scritto si questa testata.

Si dice anche che gli imprenditori "en pantoufle" attendano la ripresa della domanda aggregati interna (leggi ripresa dei consumi delle famiglie) per riprendere l'attività di investimento, È una narrazione che richiama alla memoria le gare di velocità su pista al Vigorelli di Milano e al surplece dei due ciclisti in gara.

Ma oggi, in Italia, non è dato di credere che siano le famiglie consumatrici a scattare per prime riducendo drasticamente la loro propensione al risparmio per accrescere quella al consumo e per innestare il circolo virtuoso invocato dagli imprenditori "en pantoufle". La diffusa percezione dell'insicurezza futura condiziona i consumi delle famiglie notoriamente avverse al rischio.

La prima mossa spetta pertanto agli imprenditori privati per creare nuova domanda aggregata che innesti il circolo virtuoso: investimenti privati, consumi delle famiglie, investimenti. Può essere opportuno uno stimolo che faccia uscire gli imprenditori dal torpore.

Nel solo bilancio dello Stato sono iscritte voci di spesa a favore del mantenimento dello status quo: circa 17-18 miliardi tra trasferimenti correnti e contributi in conto capitale alle imprese, sovente erogati a pioggia dall'effetto di stimolo per nuovi investimenti assai incerto se non nullo.

Sono flussi di spesa pubblica che, nella logica della politica economica del "bilancio in pareggio", ma con effetti moltiplicativi rilevanti, potrebbero essere riconvertiti a favore della detassazione degli utili di impresa reinvestiti in nuovi investimenti. Si ridurrebbe così il grado di esposizione finanziaria di molte imprese nei confronti delle banche e la fragilità finanziaria delle stesse. Poi si dovrebbe guardare ai bilanci delle Regioni per sottrarre loro ogni velleità di politica industriale e riportare al centro le risorse.

Certo è che non tutti gli imprenditori en pantoufle riuscirebbero a godere di siffatto provvedimento: probabilmente non sopravvivrebbero quelli meno dinamici che sopravvivono grazie a "mamma stato", ma uscirebbero dal *surplace*, quelli più dinamici e innovativi capaci di innestare il circolo virtuoso investimenti, consumi delle famiglie, investimenti.

## 53. Crescita: servono imprenditori amanti del rischio, non "elicotteri"

25 Aprile 2016

Solo il rilancio della produttività attraverso investimenti privati nell'industria può realmente fare crescere l'economia italiana – Gli elicotteri che dispensano fiumi di moneta e il ricorso agli investimenti pubblici non sono ricette plausibili.

Nel 1982 Nikolas Kaldor, uno dei più brillanti allievi di Keynes, scrisse un saggio con un titolo "Il flagello del monetarismo" che oggi richiama, per analogia, il flagello del fiscal compat, ogni volta che questo viene interpretato così come farebbe il contabile del bottegaio di quartiere che non sopporta il bottegaio dirimpettaio. Non si dimentichi infatti che sottostante ai parametri di Maastricht covava il desiderio di alcuni paesi di escludere l'Italia dirimpettaia dalla moneta unica e di favorire la sua deindustrializzazione a favore delle industrie del centro Europa.

Per fortuna dell'Italia e dell'Europa – di cui ha un tremendo bisogno il Regno Unito, ma non viceversa – Mario Draghi sta portando all'ultimo posto in graduatoria il problema dei debiti pubblici. Con i tassi di interesse reali mantenuti nel medio periodo prossimi allo zero, così come la BCE intende fare, ed un tasso di crescita reale di medio periodo del PIL di poco superiore agli stessi, il rapporto PIL/debito pubblico tende prima a stabilizzarsi poi a decrescere, così come insegna un vecchio e famoso teorema dimenticato dai nuovi flagellatori.

Pertanto, nel caso dell'Italia, per raggiungere siffatto incremento reale della crescita del PIL non occorrono elicotteri che spargano moneta e neppure nuovi flussi di investimenti pubblici che comprometterebbero il rapporto debito/PIL, ma un aumento della produttività del sistema economico. Si tratta di un compito che oggi, nel contesto di una economia di mercato in cui sono scomparsi gli investimenti delle imprese pubbliche privatizzate, spetta prioritariamente alle imprese private del settore industriale, che, cogliendo l'opportunità del bassissimo costo del denaro dovuto alla BCE, sono chiamate ad arrestare la caduta – che perdura da troppi anni – del peso dei loro investimenti sul totale degli investimenti delle imprese non finanziari.

Infatti, un semplice indicatore (dati Istat) costituito dalla composizione degli investimenti delle imprese non finanziarie distinti tra industria in senso stretto e settore dei servizi (esclusi quelli finanziari) documenta il sorpasso degli investimenti nei settori con minore produttività potenziale (commercio, servizi non finanziari e costruzioni) rispetto agli investimenti nell'industria in senso stretto dotati di maggiore potenziale produttività anche perché sottoposti agli attriti della competizione internazionale.

Tra i primi anni settanta e i corrispondenti anni duemila, gli investimenti nell'industria in senso stretto sono scesi da oltre il 60% a meno del 50%; gli altri sono cresciuti dal 37% del totale al 52-53%. È un segnale della regressione dell'industria italiana nei confronti degli altri settori protetti che darebbe forza ai flagellatori del fiscal compact. Non si deve per altro coltivare l'illusione che l'aumento di produttività venga dai settori protetti alla concorrenza internazionale che già godono di altre rendite di posizione. La sfida è trasformare la produttività potenziale in produttività reale.

Purtroppo concorre alla regressione industriale il comportamento dell'imprenditoria italiana tenuto ai tempi delle privatizzazioni che documentala propensione del capitalismo familistico italiano a racchiudersi entro i settori potetti dalla concorrenza internazionale. Nel caso degli acquirenti italiani delle imprese pubbliche, prevalse quello finalizzato a diversificare gli investimenti del gruppo (Benetton, Caltagirone, Orlandi) nei settori diversi da quello manifatturiero, sia quello che mirava a realizzare le plusvalenze dalla successiva cessione (fondi chiusi, Rocca per la SIV e Riva per la SEAT). Non sempre furono operazioni di successo come attesta il caso ILVA e quello delle acciaierie di Piombino guidati da gruppi famigliari inadatti allo scopo.

Viceversa, i gruppi industriali stranieri preferirono restare nel settore di cui avevano esperienza al fine di accrescere la loro dimensione e presenza internazionale in alcuno settori strategici ad alta tecnologia. Ad esempio il gruppo Krupp che ha acquisito AST-Acciaiai Speciali di Terni; il gruppo ABB-Asea Brown Boveri che ha integrato EBPA (leader nei sistemi di controllo e automazione di processo nel settore dell'energia); oppure la General Electric Company con l'acquisto della Nuova Pignone. Dunque necessitano nuovi imprenditori che amino il rischio di impresa anche sui mercati internazionali.

È però vero che concorrono a siffatta regressione dell'industria la sua patologica dipendenza dal credito bancario (quasi sempre agevolato) erogato con modalità assai antiche nel rispetto del pernicioso "legame con il territorio", insieme alla correlata carenza di investimenti e nei processi produttivi più innovativi e competitivi, che richiedono anche il ricorso al capitale di rischio da raccogliere sul mercato allargando la compagine societaria familistica.

Chiusura familistica degli assetti proprietari che oggi confina molte imprese nel "nanismo banca dipendente"" e nei settori tradizionali a scarsa produttività e con modesto tasso di investimenti in ricerca e sviluppo. Non a caso, venuta meno la possibilità di ricorrere alla politica incentivante delle svalutazioni competitive che consentiva la guerra di prezzi sui mercati internazionali, è rimasta la propensione a non investire in ricerca e sviluppo delle imprese italiane tutt'oggi tra le più basse dell'UE: lo 0,6 per cento del PIL in Italia, contro circa l'1,2 nella media della UE-28, e l'1,6 della media OCSE.

#### 54. Ha ancora senso tenere in vita la Borsa di Milano?

22 Marzo 2016

L'imminente fusione tra la Borsa di Francoforte e il London Stock Exchange solleva una domanda impietosa sull'utilità di mantenere una Borsa asfittica e marginale come quella di Piazza Affari – I numeri sono incontrovertibili: poco meno di 300 società quotate a Milano contro 650 di Francoforte, più di mille a Parigi e oltre 2.300 a Londra – E anche il confronto sulla capitalizzazione condanna la nostra Borsa.

L'imminente fusione "tra eguali" della borsa di Francoforte (che nel 2011 tentò una fusione con il NYSE bloccata dalla Commissione europea) con il London Stock Exchange di Londra sol-leva una domanda: ha ancora senso economico e finanziario mantenere operativa la periferica e asfittica Borsa di Milano? Anche per non dimenticare che quando (2007) la Borsa di Milano fu incorporata nel LSE, gli scambi si dimezzarono tra il 2007 ed il 2008, migrando su altre piattaforme di negoziazione. Accadrà nuovamente in occasione della fusione LSE con Franco-forte?

La marginalità della borsa italiana e la scarsa efficacia informativa dei prezzi che ivi si formano sono note da sempre nel confronto con quelle dei paesi dell'UE ad economia simile a quella italiana. Marginalità che non venne superata neppure dall'avvio, nei lontani anni 1992-93, della concentrazione degli scambi in borsa, quando il numero delle società ammesse alla quotazione di borsa erano appena intorno a 230, e come auspicato dalla politica economica per il potenziamento del mercato dei capitali che portò all'emanazione del Testo Unico di Finanza nel 1998.

Un quarto di secolo da allora, i dati pubblicati dalla FESE- Federation of European Stock Exchange, confermano il permanere di tale marginalità in modo incontrovertibile: nel 2015 contro poco meno di 300 società quotate sul MTA di Milano, Parigi ne quotava più di mille e Francoforte oltre 650. Dal canto suo il LSE quotava oltre 2300 società. Si aggiunga, per completare il giudizio, che la marginalità e la scarsa attrattività della borsa italiana nei confronti delle altre piazze finanziarie è segnata anche dalla assenza di società estere ivi quotate.

Anche in termini di capitalizzazione di borsa il confronto non cambia di segno: nel 1997 la Deutsche Borse mostrava una capitalizzazione di borsa di 2,4 volte quella italiana, quella di Amsterdam di 1,4 volte; Parigi di 1,9 volte; Euronext di 3,8 volte; LSE di 5,9 volte. La sola borsa di Madrid era di 0,8 volte quella di Milano (vedi, www. FESE, *Monthly statistics*; www.Borsa italiana, serie statistiche). Un quarto di secolo dopo (2014), la capitalizzazione della borsa di Milano si è attestata sul valore del 30 per cento del PIL, ponendosi ancora una volta tra le più modeste della UE.

Infatti, nello stesso anno, anche la borsa di Madrid ha supe-rato la Borsa italiana con una capitalizzazione di borsa superiore di 1,5 volte; la Deutsche Bor-se di 2,7 volte; Euronext di 5,3 volte; il NASDAQ Nordics & Baltics 1,9 volte; lo Swiss Exchange 2,4 volte (dati FESE).

Conseguentemente, la marginalità dell'Italia in rapporto ai fon-di di capitali di rischio, ancora non le consente di appartenere al gruppo degli otto stati membri (Regno Unito, Germania, Svezia, Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi, Francia e Spagna) che de-tengono circa il 90 per cento di tali fondi (dati da CE, Libro Verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali, Bruxelles, 18.2. 2015).

Dal canto suo, l'inarrestabile processo di innovazione tecnologica contribuisce alla marginalità degli scambi che avvengono sui mercati regolamentati italiani. Infatti, la quota delle negoziazioni condotte sui mercati regolamentati domestici si aggira soltanto nell'intorno del 52 per cento; quella sulle piattaforme estere regolamentate nell'intorno del 16 per cento, quella sui mercati non regolamentati (Over the counter) per circa il 30 per cento (dati Consob).

In siffatto contesto, che documenta la patologica carenza non di domanda, ma di offerta di titolo rappresentativi del capitale di rischio, potrebbe risultare conveniente per le imprese italiane quotate sulla modesta e periferica borsa valori italiana migrare su piattaforme di negoziazione europee (Euronext e Deutsche Borse, London Stock Exchange) più liquide, di maggiore spessore ed estese su di una maggiore gamma di titoli negoziati, traendone il vantaggio della maggiore efficacia informativa dei prezzi dei titoli negoziati, più significativi della realtà economica e finanziaria dell'emittente.

Questi prezzi, a loro volta, sarebbero più rappresentativi del valore di mercato della impresa stessa. Ciò varrebbe auspicabilmente nel caso del valore di mercato delle numerose banche quotate sulla borsa italiana che così potrebbero liberarsi della retorica del pernicioso legame con il territorio.

In conclusione, a chi osserva l'operatività della borsa di Milano non può che tornare alla, mente quanto scrisse J.M. Keynes nella Teoria generale del 1936, ovvero che "Si è generalmente d'accordo sul fatto che i "casinos", in nome del pubblico interesse, dovrebbero essere resi inaccessibili e molto costosi.

E ciò vale ancho per gli Stock Exchanges" (J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, p.159).

# 55. La crisi delle 4 banche è un caso di "mala finanza" e non delle Authority della vigilanza

30 Dicembre 2015

Il caso delle 4 banche in crisi è un insieme di fatti di "mala finanza" e non un fallimento dei rami alti della vigilanza (Banca d'Italia e Consob). Per questo è sbagliato affidare l'arbitraggio del risparmio tradito all'anticorruzione. Quattro proposte per contenere i comportamenti truffaldini dell'industria finanziaria.

Il trascorrere dei giorni conferma che grande è la confusione delle idee sotto il cielo della finanza generata dalla decisione, tecnicamente inopinata, del presidente Renzi di chiamare in causa l'Anticorruzione con compiti di arbitraggio per risolvere le controversie tra le diverse parti coinvolte nelle vicende delle quattro note piccole banche; al pari di altre da sempre fiere e vittime della perniciosa ideologia politica del legame con il territorio.

Già *il ricorso all'arbitraggio* proposto dal presidente Renzi lascia intendere che nella sua visione politica dei fatti si debbano comporre e valutare due diverse responsabilità; quella del venditore delle "mele marce" (o dei manipolatori dei corsi azionari) e quelle del risparmiatore abbindolato dal pataccaro proponente, accreditando così il sospetto nell'opinione pubblica che la vigilanza regolamentare, ispettiva e informativa di Bankitalia e della Consob abbiano *clamorosamente fallito*.

Nulla di più manifestamente equivoco per la formazione di un a corretta opinione pubblica, che si spiega soltanto con la never ending story dell'attività politica tesa a guadagnare, costi quel che costi, consensi sul campo notoriamente assai reattivo dei risparmiatori. Consenso purtroppo egualmente invocato dall'industria finanziaria, spesso ancillare alla politica economica, nei suoi tre segmenti: creditizio, mobiliare e assicurativo.

La proposta di Renzi sottace volutamente il fatto che l'industria finanziaria, al pari di ogni altra industria, da ultimo vedi il caso della pataccara Volkswagen, è un'organizzazione complessa che, in assenza di efficaci controlli interni, consente comportamenti anche truffaldini nei confronti della clientela; organizzazione e controlli interni che dovrebbero bilanciare le diverse responsabilità del management, ma che quasi mai sono ben definite, ben contemperate e correttamente assegnate. Un esempio di scuola è il conflitto tra coloro che, all'interno dello stesso intermediario, in osservanza delle disposizioni di vigilanza valutano il rischio associato ad ogni prodotto finanziario offerto alla clientela e coloro che sono incentivati a collocare prodotti che offrono il massimo di provvigioni per l'intermediario medesimo. Sono fatti a tutti noti, ma che sarebbe assurdo richiedere che sia la vigilanza a porvi rimedio. Ingenerare il dubbio che le responsabilità stanno fuori dall'industria finanziaria è negare la realtà di fatti.

Se i fatti di questi giorni fossero derubricati da *crisi dei rami alti delle vigilanza*, a fatti di "mala finanza" avvenuti a seguito dei comportamenti del management in cosciente dispregio delle norme di correttezza della condotta degli affari, il dibattito politico potrebbe più costruttivamente imboccare la strada, con ogni probabilità non portatrice di facili consensi immediati dovendo anche abbandonare l'ideologia del piccolo è bello, di come individuare *alcuni provvedimenti* che potrebbero potenzialmente contenere comportamenti truffaldini dentro l'industria finanziaria.

Ad esempio: la separazione tra banca commerciale banca d'investimento; la standardizzazione di prodotti finanziari da offrire alla clientela retail, i tempi e la commisurazione dei premi al management; i poteri del CDA sull'operato del management; i gruppi bancari e la funzione giuridica dei CDA delle società partecipate che deresponsabilizza le burocrazie ai vertici dei gruppi bancari, e così via.

Questo dovrebbe essere il compito della politica economica, non quello di chiedere ad altri (caso mai con la veste di asettici organi tecnici politicamente neutri) di risolvergli problemi che questi fatti gli hanno posto sotto al naso.

### Grexit, la Germania ha vinto una battaglia ma rischia di perdere la guerra

17 Luglio 2015

Sulla Grecia Berlino ha vinto una battaglia ma, grazie a Draghi, non ha stravinto e soprattutto rischia di perdere la guerra dell'unità politica dell'Europa facendo da sponda agli egoismi dei ceti politici nazionali che, sentendosi inadeguati, non vogliono cedere sovranità — Le armi spuntate della spesa pubblica e del debito per inseguire la crescita.

La vicenda *Grexit* suggerisce due semplici considerazioni tra loro legate sul futuro dell'Unione europea, sul ruolo dei diversi ceti politici e su quello della *Germania* per il futuro della UE.

La variegata compagnia di giro europea per la buona morte dell'euro finge di non sapere che l'unione monetaria e le regole di convivenza tra gli stati che essa comporta, non sono il punto di arrivo della politica europea, ma bensì quello di *un difficile punto di partenza* per giungere ad una qualche forma di integrazione politica più meno forte tra gli stati membri.

Ma qualunque sia la forma della integrazione essa si basa sul trasferimento più o meno accentuato di sovranità politica dai singoli stati nazionali alla Unione europea, con la conseguente formazione di un ceto politico europeo che non potrà essere costituito dalla sola e semplice somma dei ceti politici oggi dominanti nei singoli stati nazionali. Il futuro vedrà il "rimescolo" dei partiti nazionali e dei relativi ceti politici che molti invece vogliono pervicacemente contrastare ed evitare.

La perdita di sovranità, di visibilità, di potere del ceto politico nazionale costituisce il vero terrore del ceto politico anti euro che si oppone strumentalmente all'euro stesso per bloccare qualunque perdita di potere politico nel suo piccolo giardinetto, che scomparirebbe sciogliendosi nella più vasta dimensione e nel vasto mare della politica europea.

Gli *egoismi nazionali* altro non sono che le parole con cui si vestono gli egoismi dei ceti politici nazionali che vogliono sopravvivere a tutti i costi alla integrazione europea, anche perché si percepiscono inadeguati alla competizione politica su scala europea ed a governare la complessità e la sfida che un area economica così vasta offre al resto

del mondo. Non a caso sono anche i ceti politici per la buona morte dell'euro quelli che da un lato rimpiangono il mondo pre globalizzazione e dall'altro considerano una sconfitta della democrazia nazionale il dovere rispettare quelle regole derivanti dalla appartenenza ad un area, pur sempre democratica, economica monetaria liberamente accettata.

Purtroppo la Germania, forte della sua potenza economica ma afflitta da miopia politica, offre una sponda alla compagnia per la buona morte dell'euro e a quella parte dei ceti politici europei ansiosi di sopravvivere.

Infatti, nel caso della Grexit, la Germania ha *vinto una battaglia* (non ha stravinto grazie a Mario Draghi) ma rischia di perdere la guerra nel medio periodo anche a danno di se stessa.

È evidente, lo insegna anche il caso Grexit, che l'intero ceto politico tedesco diffida non soltanto degli altri ceti politici nazionali europei, ma anche del comportamento delle altre istituzioni comunitaria (BCE in primo luogo), non appare disponibile a trasferire sovranità all'Unione europea ed alimenta la diffidenza e la sfiducia tra gli stati membri.

Oggi, più che l'austerità è *la reciproca sfiducia tra gli stati* e tra le istituzioni europee ciò che alimenta gli egoismi dei ceti politici nazionali e mina alla radice l'Unione europea. Ne potrà trarre vantaggi la Germania?

La miopia che affligge il ceto politico tedesco gli impedisce di valutare appieno che la sfida economica oggi avviene tra grandi e coese aree politiche ed economiche e non tra i singoli stati. È purtroppo non difficile prevedere che se i singoli paesi dell'ue non trovano vantaggi economici politici e culturali dallo stare insieme diverrà probabile la loro lenta uscita dall'ue per adottare politiche economiche oggi vietare. D'altronde perché favorire solo l'economia tedesca ?

In un mondo di mercati finanziari globalizzati, non sarà consentito, come alcuni sperano, di potere fare ricorso alla spesa pubblica e al debito pubblico per la crescita economica domestica, ma la vera arma di guerra saranno, nel breve e medio periodo, le *svalutazioni competitive* delle singole valute nazionali ad alimentare la crescita tirata dalle esportazioni e la competizione sui mercati internazionali tramite la guerra dei prezzi.

Non è difficile immaginare che, in Europa, l'economia tedesca sarà necessariamente il campo di battaglia di tale guerra commerciale cui difficilmente l'economia della Germania potrà resistere.

Sarebbe dunque auspicabile che la Germania, anche per non perdere la guerra dopo avere vinto una battaglia, cessasse di fornire alibi alla compagnia dei populisti per la buona morte dell'euro, ponendosi a fianco del partito trasversale europeo che sollecita il seppure lento processo di trasferimento di sovranità nazionale alla UE.

## 57. Uscire dall'euro non porta in paradiso:la lezione dell'uscita dell'Italia dal serpente monetario

10 Giugno 2015

La sgangherata compagnia di giro che predica la buona morte dell'euro ha la memoria corta e dimentica tutti i guai che nel 1973 provocò l'uscita dall'Italia dal serpente monetario: svalutazione della lira, alta inflazione, effetti su titoli di Stato e spesa pubblica per interessi, crollo della Borsa, fuga di capitali – Replica altamente sconsigliabile.

La sgangherata compagnia di giro per *la buona morte dell'Euro* (anche entusiasta per il modesto successo del referendum propositivo) difetta di memoria su avvenimenti neppure troppo lontani: di certo prima che molti di loro venissero al mondo: ma per queste new entry esistono buoni libri e manualetti che dovrebbero essere consultati prima di dire ciò che si pensa. Così, come recita l'antico adagio, si potrebbe stupire l'ascoltatore se si pensa prima di dire.

Altri estremisti della compagnia di giro invece, di antica cultura politica comunista, non ricordano che Lenin sostenne che l'estremismo è la malattia infantile del comunismo e quindi si pose il problema del Che Fare? Sarebbe uscito dall'Euro? Troppo intelligente e conoscitore della storia per farlo.

Senza la pretesa di svolgere esercizi fantasiosi e non documentabili su cosa accadrebbe all'Italia se uscissimo dall'euro, vale la pena di riflettere su cosa avvenne nel nostro paese quando uscimmo dal serpente monetario e su cosa potrebbe accadere se, per analogia, uscissimo dall'euro.

Correva l'anno 1973 e in febbraio l'Italia uscì dal serpente monetario. Il rapporto di cambio tra la lira italiana ed il marco tedesco passò dalle abituali 160-170 lire per un marco nel 1971 a 260 lire nel 1974.

Nel caso che vincesse la compagnia della buona morte, dopo l'uscita dall'euro il rapporto di cambio sarebbe principalmente tra lira e il valore dell'euro imposto dalla Germania, quindi, a parità di condizioni, la liretta dovrebbe svalutarsi nel confronto dell'euro fino a dovere corrispondere 1.800 lire in più per un euro, ovvero circa 3.800 lire. Vantaggi di breve per gli esportatori, ma grande sofferenza per l'industria dei servizi che non esporta ma deve comunque importare beni dall'estero.

A fronte della svalutazione delle lira nei confronti del marco *l'in-flazione interna dall'intorno del 5 per cento crebbe oltre il 10 per cento nel* 

1974. L'indice dei prezzi al consumo salì di quasi il 63 per cento tra il 1973 ed il 1976-77. La compagnia della buona morte dell'euro si augura una siffatta inflazione? Oppure come la contrasterebbe?

Il "Che Fare", ad esempio, sulla inevitabile retroazione dell'inflazione sui rendimenti dei titoli pubblici il cui indice del rendimento nominale crebbe anche esso del 60 per cento. Ovviamente a parità di rendimento reale dei titoli pubblici è la spesa pubblica per interessi passivi che deve seguire l'inflazione reale.

Allora l'indice dei corsi azionari alla Borsa di Milano, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo, cadde del 40,6 per cento nel corso del 1974 e di un ulteriore 19,5 per cento nel 1975. Forse qualche estremista di oggi valuterebbe il crollo al pari della tanto auspicata patrimoniale sulla ricchezza finanziaria.

E poiché non si possono chiudere le frontiere ai movimenti dei capitali, la compagnia delle buona morte dovrebbe farsi carico dell'uscita impetuosa dei capitali (vedi Grecia oggi)

I numeri sono noiosi ed i confronti antipatici ma potrebbero obbligare gli attori e i capì comici della compagnia di giro della buona morte dell'euro e non promettere che dopo la sua morte godremo il paradiso in terra, neppure se ridotta nella pianura padana e nelle valli alpi

### Tassare di più i consumi per detassare il reddito delle famiglie e il costo del lavoro

22 Settembre 2014

La proposta avanzata su Firstonline da Innocenzo Cipolletta e basata su un aumento delle alquote più basse del'IVA in funzione di una riduzione dell'Irpef e dell'Irap fa bene all'economia senza pesare sul bilancio pubblico e con effetti molto modesti sui prezzi interni – Sono prevedibili le lamentele dei commercianti ma non spaventano nessuno.

Su Firstonline del 20 settembre Innocenzo Cipolletta ha proposto di cogliere il momento della deflazione in cui si trova l'economia italiana per adottare una più che opportuna manovra di bilancio in pareggio consistente in un aumento di alcune aliquote dell'IVA per finanziare una corrispondente riduzione dell'Irpef e dell'Irap.

Come si legge nei buoni manuali di una volta, siffatta operazione equivale (lo ricorda opportunamente anche Cipolletta) agli effetti della svalutazione della lira prima del 1994 quando l'adozione dell'euro e dei cambi irrevocabilmente fissi non consentirono più tale provvedimento. Se allora la svalutazione della lira favoriva le esportazioni ma si scaricava anche sui prezzi interni, oggi l'aumento dell'IVA non ha effetto sulle esportazioni essendo rimborsabile ed assai modesto appare il rischio che si scarichi sui prezzi interni.

Mentre la riduzione dell'Irpef stimola i consumi e quella dell'Irap favorisce le esportazioni riducendo il cuneo fiscale che grava sul lavoro. In ogni caso il PIL monetario si accrescerebbe sia per il modesto effetto sui prezzi, sia per lo stimolo alla crescita, ma non crescerebbe lo stock del debito pubblico essendo la manovra proposta sotto il vincolo del bilancio in pareggio. Si ridurrebbe invece il rapporto debito/PIL.

Ci sono inoltre altre motivazioni all'adozione della politica del bilancio in pareggio. La composizione delle entrate fiscali da anni converge verso la sostanziale equivalenza del peso delle imposte dirette, delle imposte indirette e dei contributi sociali sul gettito totale.

Ogni componente pesa circa il 15 per cento del PIL. In sintesi si è sempre privilegiato fiscalmente il consumo (e i commercianti) rispetto al reddito delle famiglie e al costo del Lavoro delle imprese manifatturiere.

L'erosione fiscale dell'IVA dovuta alle aliquote agevolate sottrae oltre 40 miliardi di euro. Vi è dunque ampio spazio per una importante e immediata politica del bilancio in pareggio che spinga l'offerta e stimoli la la capacità produttiva ancora inutilizzata.

L'attuale fase dell'economia offre un momento propizio per operare anche una coraggiosa ricomposizione del gettito fiscale totale: aumentare la tassazione sui consumi per favorire la detassazione del reddito delle famiglie e la riduzione del costo del lavoro delle imprese manifatturiere esportatrici.

Si lamenteranno i commercianti poco esposti alla concorrenza internazionale e altri diranno che il "problema è a monte e comunque un altro". Ma ritengo che Renzi risponda anche questa volta "che paura"!

### Local utilities, Renzi se ci sei batti un colpo: un decreto per privatizzarle

8 Giugno 2014

Le tante piccole IRI che operano a livello locale stanno opponendo alla loro privatizzazione le stesse resistenze delle vecchie Partecipazioni statali: è inutile pensare a incentivi per smuoverle, occorre invece un intervento radicale per decreto che le trasformi in SPA per poi dismetterle con asta competitiva trasferendo i proventi all'ente pubblico.

Se il governo Renzi si aspetta che le amministrazioni locali collaborino alla riforma delle società partecipate e più in generale delle local utilities, si rassegni e rimanga in attesa di mister Godot. Ogni incentivo orientato a tal fine risulterebbe inefficace stante il coacervo degli interessi che circondano le local utilities e le resistenze al cambiamento.

Le tante piccole IRI costituite nel corso degli anni dagli enti pubblici (Comuni, Camere di Commercio e Regioni e nel futuro in parte trasferite alle Città metropolitane) stanno opponendo la stessa resistenza al cambiamento che a suo tempo fecero le partecipazioni statali a cavallo degli anni ottanta e novanta. Come tutti sanno fu necessario un intervento del governo con l'adozione di un decreto legge per avviare le privatizzazioni e restituire al mercato ciò che era del mercato.

Il caso delle local utilities richiede ora lo stesso tipo di radicale intervento attuato con decreto legge che ovviamente darà voce alle solite proteste di lesa autonomia, che tuttavia l'evidenza dimostra essere utilizzata assai malamente. Per decidere consapevolmente anche nel medio e lungo periodo occorre garantire innanzi tutto una maggiore trasparenza del mondo oscuro delle local utilities, a tal fine a) deve essere costruita rapidamente l'anagrafe nazionale delle local utilities (nessuno ne conosce esattamente il numero e neppure i settori in cui operano) cui tutti possono accedere, affidandone il compito all'Istat che dispone delle tecnologie informatiche e delle professionalità più opportune.

L'anagrafe deve esplicitare almeno le partecipazioni dirette e indirette di ogni local utility, lo scopo sociale come risulta dallo statuto, il numero dei consiglieri e dei dipendenti; b) il registro delle imprese (è sufficiente un computer) deve essere trasferito dalle Camere di Commercio (enti inutili che in base ad una malintesa autonomia non garan-

tiscono l'uniformità dei formata a livello nazionale) all'Istat che dovrà incrociare i dati con quelli dell'anagrafe delle local utilities, per garantire la correttezza dell'informazione al mercato; c) il codice identificativo dell'anagrafe deve accompagnare quello del registro delle imprese.

In attesa di quanto sopra alcuni provvedimenti possono essere assunti con altri decreti legge tra cui

- a) la trasformazione in società per azioni delle local utilities che abbiano un aveste giuridica diversa, la c.d. "privatizzazione fredda"
- b) il divieto di interloking: nessun amministratore può ricoprire più di una carica nell'arcipelago delle local utilities;
- c) nel caso in cui l'ente pubblico detenga il 100 per cento della società partecipata il cda della stessa deve essere sostituito da un amministratore unico.

Negli altri casi il numero dei consiglieri non può essere superiore a cinque. Tutto ciò deve essere comunicato tempestivamente all'anagrafe di cui sopra.

I passi successivi dovrebbero essere:

- a) l'ente pubblico deve procedere alla costituzione di una società per azioni holding di partecipazione con capitale sociale posseduto esclusivamente dall'ente stesso, che diviene così illimitatamente responsabile dei debiti sottostanti;
- b) alla holding di partecipazione sono trasferite tutte le partecipazioni societarie delle società operative partecipate direttamente o indirettamente dall'ente pubblico;
- c) il CDA della holding, che esercita i diritti dell'azionista unico, è nominato dall'ente pubblico con procedure trasparenti e con evidenza online dei CV di coloro che si propongono per il CDA stesso;
- d) gli utili incassati dalla holding di partecipazione sono trasferiti all'ente pubblico;
- e) il CDA della Holding formula un piano di dismissione delle partecipazioni mediante asta competitiva con evidenza pubblica. Il ricavato delle cessioni deve andare prioritariamente ridurre il dell'ente pubblico;
- f) le aziende che non hanno capacità economiche per sopravvivere sono poste in liquidazione.

### 60. Ripresa illusoria se gli imprenditori non ricapitalizzano: Renzi rispolveri la regoletta di Carli

1 Marzo 2014

Se gli imprenditori non fanno la loro parte ricapitalizzando le imprese non c'è da illudersi sulla ripresa – Sempre attuali le prediche di Menichella e di Guido Carli – Quest'ultimo sosteneva che i nuovi investimenti dovrebbero essere finanziati per 1/3 da capitali delle imprese, per un 1/3 da ammortamenti e per 1/3 da debiti ma oggi ci sono solo debiti.

Chi invoca la riapertura del credito alle imprese e la riduzione del costo del lavoro per dare slancio all'economia italiana si illude di avere trovato le soluzioni necessarie e anche sufficienti per una ripresa stabile e di lungo periodo in discontinuità con il passato.

Per non coltivare pericolose illusioni, si deve sottolineare che se da un lato il fardello nei conti bancari costituito dalle sofferenze dei crediti non rimborsati dalle imprese indebitate, imporrà agli istituti di credito (che sono imprese private che perseguono il profitto e non istituti di servizio pubblico) una più attenta politica nella valutazione del merito di credito delle imprese stesse.

Dall'altro lato le medesime sofferenze sono la dimostrazione più evidente della gracilità finanziaria delle imprese prenditrici di fondi: troppo esposte nell'indebitamento a breve termine; troppo cariche di capitale di debito anche a medio e lungo termine; troppo poco ricche per effetto di quasi inesistenti apporti del capitale di rischio da parte della proprietà.

Con tale struttura del passivo delle imprese la ripresa non può essere che di breve periodo, con effetti nulli sull'occupazione e comunque esposta ad ogni rischio proveniente dall'estero.

Sono problemi assai vecchi e mai risolti che al Governo Renzi, nato all'insegna della discontinuità con il passato, vanno ricordati riportandogli due vecchie prediche che se in passato fossero state ascoltate e seguite avrebbero determinato non soltanto una vera discontinuità con il passato di allora, ma anche contribuito a non lasciare l'economia italiana sul sentiero di bassa crescita che da molti anni l'affligge.

Sono due prediche cui oggi, dopo la tempesta finanziaria, si dovreb-

be dare ancora più attenzione che nel passato. La prima predica è di Donato Menichella che nel 1951 – poi ancora nel 1958 – scrisse:

"È veramente grave che il più grande gruppo italiano abbia chiesto ai propri azionisti solo pochi soldi, non abbia ottenuto un soldo di finanziamento dall'estero e tutta la sua politica finanziaria sia consistita nell'indebitarsi all'interno con le obbligazioni e verso lo Stato con i prestiti ERP [...] il pubblico ha dimostrato in questi ultimi tempi un'accentuata propensione all'investimento azionario, cui ha fatto riscontro un volume limitato dell'offerta [...] voci autorevoli si levano per sollecitare le aziende industriali ad aumentare i capitali azionari, vincendo le eventuali remore che discendessero dal timore dei gruppi di comando di vedere scemare la loro influenza relativa".

Come evidente anche per l'oggi, il problema sta nel lato dell'offerta di titoli non sul lato della domanda.

La seconda predica e di Guido Carli che nel 1995 scrisse "nessun progresso è stato compiuto verso la soluzione del problema del finanziamento delle imprese in forme diverse dall'assunzione di debiti; il declino del capitale di rischio è un fenomeno sul quale abbiamo attirato l'attenzione nel corso degli anni [...]; venne abbandonata la "regoletta" che in tempi ormai lontani gli amministratori del credito applicavano: i nuovi investimenti si finanziano per un terzo con capitali propri, per un terzo con ammortamenti, per un terzo con debiti.

Oggi quella regoletta è stata sostituita da quella seguente: i nuovi investimenti si finanziano per un terzo con debiti, per un terzo con debiti, per un terzo con debiti, per un terzo con debiti. Oggi si riferisce che, secondo le stime della Banca d'Italia, la raccolta di capitale di rischio da parte delle società quotate è scesa al livello minimo degli ultimi dieci anni e l'incremento netto del patrimonio delle imprese si è ridotto da 21 miliardi nel 2011 a tre miliardi nel 2012. Riportare in vigore la "regoletta" è sfida assai ardua sia per le banche che per le imprese.

Si aggiunga che nel corso della crisi finanziari di questi anni, molti imprenditori ne hanno approfittato per imboccare la via del concordato preventivo che consente agli imprenditori medesimi di liberarsi dei debiti in misura cospicua e di svuotare l'impresa dei suoi pezzi migliori, caso mai per riprendere l'attività di impresa da sostenere con nuovi debiti.

Una eccellente discontinuità con il passato sarebbe una legge che salvasse l'impresa e non l'imprenditore incapace e furbetto.

È poi ragionevole supporre che, dopo quasi sette anni di crisi finanziaria ed economica, molte imprese abbiano rinunciato agli investimenti di lungo periodo da cui dipende in gran parte la produttività di lungo periodo di tutte le economie. Oggi, è illusorio immaginare che i nuovi investimenti di lungo periodo in innovazione di processo e di prodotto possano essere eseguiti soltanto con capitale di debito e in assenza di capitali propri dell'imprenditore. Passare da "imprese povere e famiglie ricche" che caratterizza il capitalismo italiano ad altro scenario di "imprese ricche e famiglie un po' meno ricche" sarebbe una vera e propria eccellente discontinuità.

In questo contesto, la pura e semplice riduzione del costo del lavoro attuata per via fiscale rischia di avere soltanto effetti di breve periodo, al pari delle svalutazioni competitive degli anni settanta e ottanta del secolo scorso. Svalutazioni del cambio che consentirono alle imprese di allora di sopravvivere nei mercati internazionali senza dover procedere alle innovazioni tecnologiche che meglio le avrebbero difese nel lungo periodo, sostenendo una crescita economica e occupazionale duratura.

Infine se, in discontinuità con il passato, si potesse uscire dalla logica infantile e ideologica che porta a sostenere che vi è troppo Welfare in Italia e che ciò rende non competitiva la società italiana e se si volesse analizzare più attentamente il conto economico delle amministrazioni pubbliche, si scorgerebbe che la spesa pubblica destinata ai contributi alla produzione e agli investimenti supera la cifra di trenta miliardi di euro, di cui mai nessuno ha valutato l'efficacia in seno alle imprese beneficiarie oppure soltanto assistite dalla spesa pubblica in una sorta di welfare per le imprese. Si potrebbe così trovare lo spazio sia per le norme a favore del capitale di rischio, sia per quelle destinate alla riduzione strutturale del costo del lavoro.

Concludendo. Una eccellente discontinuità sarebbe quella che chiede agli imprenditori la ricapitalizzazione e la ristrutturazione finanziaria delle loro imprese per effettuare investimenti innovativi di prodotto e di processo a fronte della riduzione del costo del lavoro. Si accrescerebbero la produttività del lavoro per unità di capitale investito nell'impresa, la produttività generale dell'economia italiana e con essa l'occupazione duratura e crescente.

È giunto il, momento che anche che anche l'imprenditoria italiana sia discontinua con il proprio passato.

# 61. Telecom-Telefonica, e se tornasse di moda l'opa modello Zapatero?

19 Ottobre 2013

Lo strumento opa è passato di moda dopo le grandi operazioni del '99 ma la mozione Mucchetti, approvata in Senato, riapre il dibattito: si potrebbe immaginare una seconda soglia opa come previsto dal modello Zapatero quando c'è un'azionista di controllo che nomina più della metà del consiglio d'amministrazione di una società – Non fare danni con l'italianità.

Il dibattito sul destino di Telecom riapre antichi e abbandonati problemi sul funzionamento del nostro mercato del controllo societario su cui è importante tornare a riflettere. In particolare la "mozione Mucchetti", approvata in Senato, impegna il governo a: 1) rafforzare i poteri di controllo della Consob nell'accertamento dell'esistenza di situazioni di controllo di fatto da parte di soci singoli o in concerto tra loro, in linea con le decisioni già assunte dalla Consob stessa in casi analoghi; b) aggiungere alla soglia fissa del 30 per cento, già prevista per l'OPA obbligatoria, una seconda soglia legata all'accertata situazione di controllo di fatto.

La proposta appare tanto semplice quanto complessa è la sua realizzazione. Vale la pena a questo ricordare che nella storia più recente del mercato del controllo societario il fenomeno dell'OPA fu un'esperienza di breve durata, racchiusa entro il 1999. Concorsero all'eccezionalità dell'anno 1999: l'OPA su Telecom, quella di Banca Intesa sulla Banca Commerciale Italiana, e quella delle Assicurazioni Generali sull'INA. Di fatto le tre OPA ora ricordate esaurirono il controvalore delle offerte che si manifestarono nel 1999. E così dopo gli avvenimenti del 1999 tale mercato svanì. Ad esempio nel 2012 (Consob 2012) il controvalore complessivo delle OPA su società quotate ha di poco superato il miliardo di euro (circa 30 miliardi nel 1999) e il numero complessivo di offerte, pari a 7 ha costituito il valore minimo dal 1993.

D'altronde, va ricordato per meglio comprendere l'attualità, che nel corso delle privatizzazioni, molti *poteri forti* preferirono rifugiarsi nel settore domestico per erogare servizi di pubblica utilità protetti dalla concorrenza interna ed internazionale, come l'editoria, gli aeroporti, le autostrade, le telecomunicazioni, la ristorazione, caso mai anche protetti dai "poteri speciali" anti scalata attribuiti al Ministero

del tesoro. E così le privatizzazioni non furono colte dall'imprenditoria privata per mantenere l'industria manifatturiera italiana al posto che deteneva in Europa alla fine degli anni ottanta. Ma gli spazi lasciati vuoti dagli investitori italiani furono rapidamente occupati da acquirenti stranieri: tra il 1992 ed il 2000 su circa 40 dismissioni di aziende cedute con tecniche diverse da quella del collocamento sul mercato e per importi superiori a cento miliardi di lire, circa la metà furono cedute ad acquirenti esteri nei settori alimentare, siderurgico, dell'alluminio, chimico, meccanico, elettromeccanico, delle telecomunicazioni, dell'impiantistica, ecc.

Gli incassi dalle cessioni che condussero al passaggio della quota di comando dagli enti pubblici ad investitori stranieri hanno rappresentato circa un terzo del totale degli incassi dalle cessioni del controllo.

Anche a causa dei fatti ora ricordati *il tema dell'OPA cadde nell'oblio compiaciuto di tanti per molti anni*. Se ne sarebbe dovuto discutere approfonditamente nel 2007 in occasione dell'esame del Consiglio dei ministri del testo del decreto legislativo per il recepimento della direttiva 2004/25/Ce concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Allora proposi di imitare il governo spagnolo di Zapatero e di abbandonare la soglia del 30 per cento quale limite unico oltre il quale far scattare l'OPA obbligatoria per affiancarla con una soglia più bassa (cfr. La voce.info Dossier: l'OPA europea A cura di Francesco Vella 14-09-2007).

Dagli oppositori a tale abbandono venne eccepito che il mercato degli assetti proprietari avrebbe perso una condizione di assoluta certezza. Si sostenne infatti che affidare alla Consob il compito di verificare quando fosse mutato il controllo societario (anche sotto la soglia del 30 per cento) per far scattare l'OPA obbligatoria, avrebbe sottoposto il mercato a una condizione di incertezza, anche per i temuti ricorsi ai tribunali amministrativi che seguirebbero tale discrezionalità della Consob.

Vale ancora questa critica oppure essa appare superata o superabile? La risposta spetta al legislatore. Come accennato, non così aveva deciso il legislatore spagnolo. Questi, infatti, preoccupato della tutela degli azionisti di minoranza, ritenne che la variazione del controllo che impone l'obbligo di OPA scatti sempre quando venga superata la soglia del 30 per cento, ma anche quando, un soggetto acquisti una percen-

tuale inferiore a tale soglia, se nei due anni successivi all'acquisto il nuovo controllore avesse nominato più della metà degli amministratori, tenendo conto anche degli eventuali amministratori già nominati precedentemente all'acquisto.

Forse varrebbe la pena di riprendere oggi la proposta Zapatero per il caso Telecom/Telefonica. Non sarebbe una norma retroattiva concepita in corso d'opera ma un quadro di riferimento per i prossimi anni su cui i nuovi assetti proprietari dovrebbero riflettere.

Strada, in ogni caso, assai ardua da percorrere in Italia ove la politica italiana e gli interessi imprenditoriali da sempre hanno spinto in direzione opposta allontanando vieppiù la normativa italiana (art. 104 e seguenti del TUC) dallo spirito del Testo Unico del 1998; tanto da far dichiarare al presidente della Consob di allora (2008) che "in Italia, modifiche alla disciplina sulle OPA e sulle partecipazioni rilevanti, apportate in una fase di drammatica instabilità dei mercati, hanno attenuato l'elevata apertura alla contendibilità del controllo, che ha caratterizzato – più che in altri paesi europei – il quadro normativo.

Una volta superata l'attuale fase di emergenza, per quelle modifiche potrebbero essere previsti limiti temporali. I principi cardine del Testo Unico della Finanza restano, nel lungo termine, un saldo punto di riferimento". (Consob, 2008. pp. 15-16). A tutt'oggi l'emergenza non pare ancora essere considerata superata, ai fini del ritorno ai principi cardine del Testo Unico.

Il caso Telecom, per non essere considerato caso a se stante per regolare i conti tra Telecom e Telefonica, potrebbe fare tornare ai principi cardine del Testo unico, insieme alla seconda soglia per l'OPA obbligatoria? Ma l'ambiente economico e finanziario come reagirebbe allo spirito del 1998? Malissimo, suggerisce l'esperienza.

Un'amara profezia avanzata affinché non si realizzi: in omaggio all'italianità di Telecom la politica porrà ostacoli agli investitori stranieri; l'imprenditoria domestica si guarderà bene, secondo tradizione, dall'investire capitali di rischio nel settore delle telecomunicazioni, non più protetto dalla concorrenza, facendo appello alle banche affinché forniscano capitale di debito; l'Autorità garante della concorrenza continuerà a privilegiare gli interessi dei consumatori a scapito della redditività delle imprese: apparirà la mano visibile e salvatrice della nuova IRI sotto le vesti della Cassa depositi e prestiti. Amen

# 62. Nomine pubbliche: torbidi impegni e foglie di fico ma la trasparenza non si vede

22 Giugno 2013

Secondo l'ex commissario Consob, Filippo Cavazzuti, la recente mozione approvata a maggioranza dal Senato sui criteri per le prossime nomine pubbliche è un guazzabuglio di norme generali sostanzialmente inapplicabili e di inutili foglie di fico ma della trasparenza non c'è nemmeno l'ombra — Il paradosso dei curriculum e le verifiche ex post.

Vi è da non credere ai propri occhi, ma nella lunga (quasi quattro pagine fitte fitte) "Mozione sulle nomine di amministratori delle società partecipate dallo Sato" approvata in Senato in data 20 giugno 2013, la parola trasparenza figura solo una volta e neppure negli impegni dati al governo, ma soltanto nei considerato che, "il processo di riforma avviato negli ultimi anni, pur avendo determinato una razionalizzazione della gestione delle società controllate dallo Stato, deve essere completato attraverso ulteriori interventi volti a incrementare la trasparenza e la qualità delle procedure di designazione dei componenti degli organi di amministrazione delle medesime società, rafforzando altresì i requisiti di onorabilità e di professionalità degli amministratori". Poi, come si suole dire, in linguaggio parlamentare, si è "passato ad altro" argomento.

Lascio al lettore interessato, il compito di scorrere sia il lungo elenco dei divieti, degli auspici e delle suggestioni poste per le nomine di amministratore, sia la meticolosa ricognizione di cosa si intenda per requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori. Nel complesso ne esce un insieme di criteri per le nomine apparentemente a "maglie strette", ma in realtà assai torbido essendo costituito da raccomandazioni, procedure, percorsi e atti di impossibile riconduzione a principi di trasparenza e responsabilità nelle nomine degli amministratori pubblici.

In sintesi il percorso individuato è talmente pieno di norme generali di impossibile applicazione e verifica come quelle che richiedono la valutazione della "autorevolezza" e della "reputazione nei mercati di riferimento" che fanno di tali criteri un puro genere letterario che non può ostacolare qualsivoglia nomina o ri-rinomina.

Osservo a questo riguardo che si introduce un percorso ad ostacoli che pare fatto apposta per non ostacolare la ri-rinomina di alcuni ai vertici delle big corporation di stato. Molto meglio sarebbe dirlo esplicitamente assumendosi la responsabilità politica di fronte all'opinione pubblica. Ma le maggiori carenze si ritrovano nella parte della mozione che impegna il governo ad adottare molti doveri e provvedimenti (ma di principi non si fa cenno), in ogni caso mai tesi a garantire la trasparenza delle nomine. Tra luci ed ombre va bene sia l'impegno per "l'attivazione di una procedura comparativa dei requisiti professionali", sia quello a "pubblicare sui diversi siti dei diversi ministeri le posizioni in scadenza. Ma ciò non è sufficiente a garantire la trasparenza delle nomine.

Ad esempio, come giudicare nelle procedure comparative l'autorevolezza oppure la reputazione di cui prima si è detto? Modesti atti riporterebbero invece qualche dose di trasparenza nelle procedura d nomine secondo il noto principio che "il sole è la migliore cura di molte malattie".

Ad esempio: dopo la pubblicazione online delle posizione da ricoprire, coloro che intendono ricoprire tali posizioni (si presuppone pertanto che per effetto di un processo di autovalutazione godano dei requisiti di professionalità ed onorabilità) devono inviare il loro curriculum che viene pubblicato online in un apposito sito online, ma a condizione che detta pubblicazione avvenga "previa autorizzazione degli interessati". Dovrebbe valere l'inverso, ovvero che coloro che non intendano autorizzare la pubblicazione del loro cv non possono essere presi in considerazione per la nomina.

Si eccepisce che la naturale riservatezza (??) di chi già ricopre incarichi rilevanti (ma potrebbe essere anche che non si è promosso nel processo di autovalutazione confidando su sponsor esterni) sarebbe di ostacolo alla presentazione online del proprio cv. Ma chi ambisce ad amministrare la cosa pubblica dovrebbe invece essere orgoglioso di mostrarsi a tutti capace di tale impegno.

Ma nello scorrere il testo della Mozione, ciò che comincia invece ad andare non bene (se non malissimo) è la parte ove si impegna il Governo alla "sottoposizione della designazione operata dalle competenti autorità di Governo alla valutazione di un Comitato di garanzia ...al fine di verificare il rispetto dei criteri e delle procedure previste

per le nomine". Osservo infatti che la sottoposizione ex post (a cose fatte) al comitato di garanzia della nomine riduce questo organismo al compito di verifica esclusivamente formale che nulla ha che fare con la trasparenza delle nomine contenuta nei considerando, ma non negli impegni al governo.

Se Commissione di garanti ha da essere ( e non soltanto nel ruolo della "foglia di fico" ) essa deve essere incaricata a valutare ex ante i requisiti di onorabilità e di professionalità di una rosa di candidati (ad esempio non superiore a tre) cosi minutamente previsti (e facilmente aggirabili dalle amministrazioni proponenti) da sottoporre al giudizio della "proprietà" (cui spetta l'onere politico della nomina) e poi verificare ex post che la procedure siano state rispettate.

Consentire prima il "torbido" e poi la tentare un impossibile salvataggio dell'onore perduto dei partiti politici con la apposizione della "foglia di fico" sulle vergogne degli stessi mi pare l'unico risultato della Mozione approvata dal Senato. Meglio ricominciare da capo.

Provaci ancora Sam!

# 63. Costi della politica: governanti di lungo corso e parlamentari rotanti? No grazie

3 Marzo 2013

Costi della politica – Nel confronto in corso tra le forze politiche si parla spesso di limitare a due i mandati del parlamentare ma nulla si dice sull'opportunità di evitare governanti di lungo corso limitando a due i mandati del premier come succede negli usa – La limitazione dei mandati del parlamentare rischia invece di svalutarne la funzione.

Il sacrosanto dibattito sui costi della politica italiana ha trovato un largo consenso almeno su di un punto: il numero massimo (due è il più gettonato) delle legislature consentito ad ogni parlamentare eletto, oppure nominato da pochi. Invece nulla si dice a proposito di quante volte lo stesso premier (caso mai proprio quello che nomina i parlamentari) può guidare un governo non soltanto nel caso del suo successo, ma anche nel caso dei disastri commessi a danno del paese.

Non a caso invece il capo del governo più potente del mondo (quello USA) non può superare i due mandati per un massimo di otto anni. In Italia conosciamo uomini di governo che hanno governato per un numero di anni multiplo di quelli concessi al presidente degli USA. E molti ambiscono ad imitarli.

La proposta così largamente condivisa dai vertici dei partiti e dai potenziali uomini di governo dovrebbe dunque essere rovesciata soprattutto quando si auspica di rafforzare il potere del premier nei confronti del parlamento. Se ciò dovesse avvenire sarebbe allora opportuno porre un limite al numero delle premiership ed nessun limite al numero delle legislature consentite ad un singolo parlamentare.

Così facendo, si consentirebbe, come nel Senato e nel Congresso USA, la presenza di autorevoli parlamentari per il controllo degli atti di governo.

Vedo invece nella proposta di limitare il numero dei mandati la svalutazione della funzione del parlamentare, come se questa fosse soltanto quella di assecondare il premier e dunque ben venga la loro rotazione più rapida possibile. Se poi si mantenesse lo strapotere (caso mai con un Porcellum modificato ad arte) delle segreterie dei partiti nella nomina dei parlamentari questi diventerebbero delle semplici

pedine da muovere nei momenti più opportuni. Un Parlamento di yes men. Apprendere il mestiere del parlamentare (ovviamente per chi lo voglia fare) non è cosa semplice soprattutto per chi intenda esercitare la funzione di controllo non soltanto politico, ma anche tecnico sugli atti del governo.

In ogni caso il parlamentare risponde direttamente agli elettori, l'uomo di governo risponde prevalentemente tramite il consenso all'uso del potere esercitato. Il potere tende dunque a personalizzarsi e a scadere nel populismo. È poi noto che attorno agli uomini che gestiscono i poteri di governo sia assiepano moltitudini di altri uomini leali o malandrini che siano che intessano relazioni personali da mantenere nel tempo.

Se il capitalismo italiano è definito negativamente al pari di un capitalismo relazionale, anche gli uomini di governo di lungo corso danno vita alla politica relazionale non controllata dai saltuari e rotanti parlamentari.

### 64. Le privatizzazioni degli anni '90, come sono nate e come sono realmente andate

#### 2 Settembre 2012

Un saggio DI Filippo Cavazzuti — Per gentile concessione dell'autore pubblichiamo l'introduzione e le conclusioni di un saggio inedito di un protagonista delle privatizzazioni degli anni '90 come l'ex sottosegretario di Ciampi al Tesoro che comparirà nel quarto volume della "Storia dell'IRI" in corso di pubblicazione da Laterza.

#### 1. Uno sguardo d'insieme

- I.I. [...] La temuta insostenibilità del debito pubblico italiano sostenne agli inizi degli anni '90 l'adozione delle politiche delle privatizzazioni ancorché il contributo dei proventi delle privatizzazioni alla riduzione dello stock del debito fosse alquanto incerto da prevedere e stimare. Ma un'accorta politica delle privatizzazioni contribuì, non tanto a ridurre lo stock del debito, quanto a ridurre i tassi d'interesse sul debito stesso e per questa via la spesa pubblica per interessi passivi ed il disavanzo primario. Il 1993 fu il punto di svolta che segnò che la spesa per interessi passivi iniziò a decrescere in percentuale del PIL. Dal canto suo lo stock del debito pubblico (in rapporto al PIL) si stabilizzò nell'anno 1994 per iniziare una lenta discesa a partire dal 1995.
- 1.2. Nonostante l'esatta definizione di privatizzazione e delle sue forme tecniche variasse già allora sensibilmente da paese a paese, nel corso degli anni ottanta del 1900 la parola privatizzazione (secondo alcuni apparsa per la prima volta in un dizionario di lingua inglese nel 1983) divenne d'uso comune nel linguaggio politico. Si narrava allora che se le idee politiche fossero state tutelate dal diritto d'autore, Margaret Thatcher ed il suo governo (1979-1990) avrebbero scritto un best seller internazionale a favore del "capitalismo popolare" come allora si sosteneva. Ma vi fu anche chi preso da furore ideologico che lo portò a confondere il fine con lo strumento, andò ben oltre spingendosi a sostenere le privatizzazioni al pari di un "nuovo credo economico"; com'ebbe a dire uno stretto collaboratore del governo conservatore guidato dalla stessa Thatcher . Nel caso dell'Italia sebbene l'ultimo decennio del novecento avesse compreso i ruggenti anni novanta durante i quali si è

assistito (ricorrendo alle parole di Stiglitz) "a una battaglia ideologica tra coloro che auspicano un ruolo minimalista dello Stato e chi invece ritiene che il governo debba svolgere un ruolo importante" – si può convenire che non vi fu battaglia ideologica, anche perché era ampiamente condiviso il giudizio che "manca in Italia qualsiasi indicazione reale di tendenza al neoliberismo, sull'esempio britannico". Era convinto invece che infuriasse una battaglia ideologica contro l'impresa pubblica il Presidente dell'IRI Nobili che sostenne - riecheggiando il dibattito che si svolse ai tempi dell'Assemblea Costituente a favore dell'economia mista – che le proposte all'esame del parlamento nel 1991 sul ruolo e sulle prospettive delle imprese pubbliche non soltanto fornivano "visioni distorte dei fatti", ma adottavano una "impostazione che è tanto più deleteria nel momento in cui si vuole ripensare il significato della presenza dello Stato nell'economia. In certe recenti iniziative scorgo un qualche fumus persecuzionis verso le imprese a partecipazione statale, il desiderio di strappare un facile applauso cavalcando discorsi di moda". Non stupisce dunque che già all'avvio del dibattito sulla opportunità della trasformazione d'imperio dell'IRI da ente pubblico economico a società per azioni, le resistenze del Presidente dell'IRI Nobili fossero assai forti.

1.3. Il dibattito che seguì, alimentato dai vertici dell'istituto (presidenza Tedeschi) fino alla seconda metà degli anni novanta (governo Prodi) interessò il destino da riservare all'IRI SPA, una volta che fossero state completate tutte le dismissioni delle società partecipate. A questo fine, i vertici dell'istituto proposero che all'IRI SPA fosse affidato un "nuovo ruolo" in Italia, per evitarne la liquidazione. Il "nuovo ruolo", confacente alla visione dell'economia mista dei vertici dell'IRI, consisteva nell'utilizzare le esperienze e le capacità presenti in IRI che avrebbe dovuto "configurarsi come un organismo deputato a svolgere, per conto dello stato, il ruolo di privatizzatore di quelle realtà che progressivamente, in funzione di un ridisegno delle modalità di presenza ed intervento del pubblico in economia, si intendesse cedere, complessivamente in parte, sul mercato". Ipotesi quest'ultima non percorribile poiché avrebbe richiesto il rafforzamento patrimoniale dell'IRI stesso in violazione dell'accordo Andreatta Van Miert siglato nel luglio 1993, di cui diremo più avanti. Si configurò allora una "doppia sfida", per usare l'espressione che il Presidente dell'IRI SPA Gros Pietro utilizzò nel 1997: privatizzare tutto per chiudere un epoca storica che finisce con la restituzione al mercato di molte aziende, ma anche valorizzare e riutilizzare le competenze dell'IRI per non disperdere il suo patrimonio professionale "cercando di vendere al meglio alla luce di un coerente disegno di politica industriale". Invece, come si vedrà, la "doppia sfida" fu persa e la politica delle privatizzazioni fece si che i vertici dell'istituto diventassero, di fatto, dei commissari liquidatori; così come confermerà nel 2001 Piero Ciucci: "nel corso degli anni novanta, l'IRI si è di fatto trasformato in una merchant bank atipica [...] è diventato un esperto venditore di grandi aziende", anche a molti acquirenti esteri che occuparono il posto lasciato libero dagli investitori privati domestici.

1.4. Le condizioni di instabilità finanziaria dell'economia italiana, l'urgenza del risanamento della finanza pubblica, insieme a quello finanziario degli enti economici pubblici e alla liquidazione dell'IRI posero in secondo piano l'importanza di accompagnare le privatizzazioni delle imprese pubbliche con un disegno di politica industriale, con la liberalizzazione dei settori protetti dalla concorrenza in cui operavano le stesse imprese e, soprattutto, che tenesse in conto dell'incombente allargamento del mercato domestico a quello comunitario internazionale su cui già operavano imprese di grandi dimensione. Rimasero così insoddisfatte le richieste di coloro che intravedevano nelle privatizzazioni e nel mercato degli assetti proprietari non soltanto uno strumento per il risanamento delle finanze pubbliche (e dell'IRI in particolare) e per lo sviluppo dei mercati finanziari, ma anche una occasione da cogliere per il rafforzamento del tessuto industriale italiano nei con fronti dei competitori stranieri e per evitare la formazione di nuovi monopoli. È però vero che se il sistema politico fu obbligato dalla progressiva internalizzazione dei mercati finanziari e dalla minaccia di crisi finanziaria interna a concentrarsi con determinazione sulla soluzione dei problemi finanziari ereditati dal passato che incombevano nel loro presente, va anche ricordato che in occasione delle privatizzazioni "è stata soprattutto la mancanza di capacità progettuale da parte delle grandi imprese private italiane, la loro indisponibilità a presentare pro-poste di riorganizzazione del sistema nazionale di impresa [...] a impedire che le risorse non spese dagli italiani trovassero una collocazione strumentale ad una modernizzazione del sistema produttivo italiano, proprio mentre nel resto del mondo tale trasformazione stava avvenendo a grande velocità". Nel corso delle privatizzazioni, molti "poteri forti" preferirono rifugiarsi nel settore domestico per erogare servizi di pubblica utilità protetti dalla concorrenza interna ed internazionale, come l'editoria, gli aeroporti, le Autostrade, le telecomunicazioni, la ristorazione, caso mai anche protetti dai "poteri speciali" antiscalata attribuiti al Ministero del Tesoro oppure dalla mancata costituzione della autorità di regolazione del settore (come nel caso dei trasporti). E così le privatizzazioni non furono colte dall'imprenditoria privata per mantenere l'industria manifatturiera italiana al posto che deteneva in Europa alla fine degli anni ottanta. Ma gli spazi lasciati vuoti dagli investitori italiani furono rapidamente occupati da acquirenti stranieri: tra il 1992 ed il 2000 su circa 40 dismissioni di aziende cedute con tecniche diverse da quella del collocamento sul mercato e per importi superiori a cento miliardi di lire, circa la metà furono cedute ad acquirenti esteri nei settori alimentare, siderurgico, dell'alluminio, chimico, meccanico, elettromeccanico, delle telecomunicazioni, dell'impiantistica, ecc.. Gli incassi dalle cessioni che hanno condotto al passaggio della quota di comando dagli enti pubblici ad investitori stranieri hanno rappresentato circa un terzo del totale degli incassi dalle cessioni del controllo.

1.5. Concludendo. L'urgenza degli impegni assunti in sede internazionale di uscire dalla condizioni di instabilità finanziaria, fece si che i governi Ciampi, Dini e Prodi (che operarono nel corso del quinquennio aprile 1993 – ottobre 1998, interrotti dal governo Berlusconi del 1994) fossero quelli che realizzassero le più importanti cessioni di imprese pubbliche. Tali cessioni contarono per una quota pari al 62% del totale del decennio 1992-2001. Annoterà invece (aprile 1995) "Business International", che "la posizione palesemente negativa nei confronti delle privatizzazioni di alcuni dei principali esponenti del governo Berlusconi, all'indomani dell'avvio dei programmi di dismissione non ha certo riscontrato apprezzamento nei mercati, anzi ha contribuito a far si che le operazioni già avviate si trasformassero in un insuccesso". Fino alla metà degli anni novanta, le cessioni delle società controllate dall'IRI SPA svolsero un ruolo assai importante rispetto alle cessioni

delle partecipazioni detenute dal Tesoro o dall'eni, contribuendo così ad innescare il circolo virtuoso che porterà all'Unione monetaria Europea. Tra il luglio 1992 (data della trasformazione in SPA dell'IRI) e la prima metà del 1995, le privatizzazioni, alla luce dell'accordo Andreatta Van Miert, ammontarono a circa 13 mila miliardi di lire provenienti dai settori bancario, siderurgico, alimentare e ristorazione/grande distribuzione.

Rilevante fu il contributo (29-30%) che le dismissioni delle imprese del gruppo IRI hanno dato agli incassi delle privatizzazioni, soprattutto nei primi anni di avvio della politica delle privatizzazioni. Nell'arco di tempo 1992-1995 il gruppo IRI fornì un volume di incassi assai simile a quello fornito dalle dismissioni delle partecipazioni detenute direttamente dal Tesoro. Per le dismissioni dell'IRI si possono considerare due periodi e nel complesso, i dati raccolti lasciano intendere che vi fu una sorta di staffetta tra il Tesoro e l'IRI.

Quest'ultimo alienò quasi un terzo delle proprie partecipazioni entro il 1995 innescando il processo delle privatizzazioni; fu poi seguito dal Tesoro che nello stesso periodo alienò non più del 10 per cento del proprio portafoglio azionario. Si può concludere, che appare verosimile che l'IRI (a futura memoria e a suo onore) – nata sulle ceneri dell'imprenditoria privata industriale e finanziaria – e dopo avere contribuito allo sviluppo dell'economia italiana nel dopoguerra, abbia svolto il ruolo di vittima sacrificale sull'altare dei mercati finanziari per consentire con successo di raggiungere l'obiettivo dell'entrata dell'Itala nella Unione Monetaria Europea: nel bene della stabilità finanziaria, nel meno bene del ridotto peso dell'industria manifatturiera italiana risultante nella stessa Unione Europea.

#### 65. Puntare alla crescita destinando tutto il tesoretto solo alle start up dell'high tech

31 Gennaio 2012

Secondo Filippo Cavazzuti, ex commissario Consob e vice presidente vicario del Banco di Napoli, l'indebitamento delle imprese italiane non finanziarie, superiore di 4 punti percentuali alla media europea, andrebbe affrontato con un nuovo patto tra banche e imprese: ogni investimento dovrebbe essere finanziato al 25% dall'imprenditore e al 75% dalla banca.

È opinione diffusa e condivisibile che la c.d. perfetta tempesta finanziaria degli ultimi anni abbia preso avvio nella finanza privata (soprattutto nei paesi anglosassoni la cui legislazione è di origine common law rispetto ai paesi più stabili dell'area euro che ha origini di civil law), poi si sia trasferita nel settore reale delle economia e quindi nel campo dei debiti sovrani.

Come osserviamo quotidianamente il dibattito oggi riguarda esclusivamente le sfide che i governi devono affrontare per il risanamento delle loro finanze pubbliche. Osservo invece che, afflitti da scarsa memoria sui fatti del passato, molti trascurano le sfide che riguardano i bilanci delle imprese del settore privato, con esclusione di quelli delle imprese finanziaria cui si chiede di accrescere la dotazione di capitali per fronteggiare la sofferenze passate e fronteggiare quelle future: ovvero (con gentile understatement) i crediti non performing (passati e futuri) delle imprese private cresciuti nel passato e forse anche destinati a crescere nel futuro.

È dunque legittimo domandarsi se le imprese non finanziarie (e i loro imprenditori) sono esenti da sfide, oppure se invece anche i loro bilanci devono affrontare impervie sfide per contribuire alla costruzione di un sistema finanziario stabile e duraturo nel tempo. Come ricorda la BRI (8rª Relazione annuale, p. 12-13) "La stabilità finanziaria presuppone una correzione dei bilanci [...] delle imprese non finanziarie" (e che) "per mantenere e riconquistare la fiducia dei mercati occorre un ulteriore abbattimento della leva finanziaria".

A questo proposito, le rilevazioni della Banca d'Italia per il 2009 (Relazione annuale 2010, p. 174) indicano che il saldo passivo delle imprese italiane non finanziarie ha superato la cifra di 2.000 miliardi di euro.

Questo dato, aggiornato con le stime di Prometeia (*Rapporto gennaio 2012*, p. 103) potrebbe sfiorare i 2.100 miliardi di euro nel 2014. Nel complesso il fabbisogno finanziario si è ampliato sensibilmente, da 26 a 54 miliardi tra il dicembre 2009 e il dicembre 2010, e potrebbe raggiungere il valore di 86 miliardi nel 2014 (Prometeia, p. 103), Si deve dunque concludere che "il grado di indebitamento resta su livelli storicamente elevati: il leverage, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio ai valori di mercato, è salito di oltre un punto, al 46,8 per cento. Alla fine del 2010 le imprese italiane presentavano un leverage superiore di oltre 4 punti percentuali rispetto alla media dell'area dell'euro e di circa 12 punti rispetto agli Stati Uniti (Banca d'Italia, p. 175).

Se è dunque vero ed anche opportuno che in futuro *i governi dovranno ridurre la dimensione dei loro debiti pubblici*, pare altrettanto opportuno che anche le imprese non finanziarie procedano alla riduzione dello stock dei loro debiti in modo che anche il rapporto tra credito privato e PIL possa tornare sui livelli che rendono le imprese stesse meno vulnerabili di fronte a shock esterni anche modesti.

Una volta si diceva che il finanziamento degli investimenti delle imprese avrebbe dovuto rispondere alla seguente composizione: un terzo con utili non distribuiti, un terzo con gli ammortamenti, un terzo con capitale di debito. Oggi pare di poter dire che gli investimenti sono finanziati per un terzo coi debiti, un terzo con altri debiti e un terzo con ulteriori debiti. Da qui la grande vulnerabilità delle nostre imprese che nel confronto con gli altri paesi mostrano che è più elevata la quota del debito con scadenza inferiore ai dodici mesi: i debiti a breve termine rappresentano il 37 per cento del totale, rispetto al 28 per cento dell'area dell'euro.

Ben si sa che *le imprese italiane soffrono di nanismo anche per effetto dello statuto dei lavoratori* (il famoso art.18) che non riguarda le imprese con meno di 15 addetti. Il che porta molti imprenditori ad acquattarsi sotto tale livello, casomai in un accrocco di mini imprese possedute dallo stesso imprenditore o dalla sua famiglia. Anche questo aspetto dovrebbe essere preso in considerazione per consentire alle imprese di crescere dimensionalmente e per tale via rafforzarsi finanziariamente.

Purtroppo è anche ben nota la riluttanza dei nostri imprenditori a investire la "loro roba" nelle loro imprese (sovente preferiscono le im-

mobiliari di famiglia caso mai da intestare ai figli), adducendo supposti svantaggi fiscali, che l'introduzione dell'ACE da parte del governo monti tenderebbe a ridurre (meglio sarebbe stata la DIT-Dual income tax del Governo Prodi). Rimane il dubbio che tale strumento sia in grado di ridurre sensibilmente il delevereging delle imprese italiane.

È ragionevole supporre che la concentrazione della ricchezza netta nelle mani del 10 per cento delle famiglie italiane (che ne posseggono il 45,9% con un indice di concentrazione del 62,4%. Fonte Banca d'Italia) siano anche famiglie di imprenditori. Se così fosse, rispetto all'ACE (o insieme a questa) meglio sarebbe la previsione di una esplicita condizione contrattuale che prevedesse che per ottenere credito bancario, per ogni euro richiesto alla banca per i nuovi investimenti, l'imprenditore dovrebbe concorrere al rischio d'impresa con una quota della "sua roba" pari, ad esempio, al 25 per cento di quanto richiesto.

Così facendo, il 75 per cento del rischio d'impresa resterebbe in testa alla banca il 25 per cento in testa all'imprenditore che così sarebbe incentivato a ricercare progetti innovativi capaci di remunerare il capitale investito e di fare crescere dimensionalmente la sua imprese (anche oltre la soglia dei 15 addetti così come dovrebbe essere rivista da nuovi accordi sul mercato dl lavoro) in un contesto di maggiore solidità finanziaria e di riduzione della leva finanziaria come richiesto dalla stabilità dei sistemi finanziari ancora da raggiungere. E così anche il rapporto tra crediti privati e PIL, cresciuto in modo abnorme e concausa della crisi potrebbe tornare su valori più accettabili e meno foriero di nuove tempeste finanziarie.

### 66. Le manovre hanno la vista corta: è ora di aggredire il debito pubblico portandolo sotto il 100%

31 Agosto 2011

Per recuperare realmente la fiducia dei mercati bisogna abbassare radicalmente il debito pubblico portandolo sotto la soglia psicologica del 100% del PIL. In 6 anni si può raggiungere l'obiettivo con politiche di bilancio virtuose e con riforme a costo zero che rilancino l'economia. Ecco come.

Molte affermazioni si chiarirebbero negli enunciati delle ultime "manovre" di bilancio e nella opinione dei cittadini italiani se invece di ragionare sull'arco di qualche semestre si guardasse verso i prossimi anni. Si darebbe così compiuta risposta all'interrogativo (vero e proprio tormentone): se non ora quando ? ;e si eviterebbe anche di cadere nel vizio della "illusione finanziaria" denunciato da Amilcare Puviani (grande maestro di Scienza delle finanze) all'inizio del 1900. Invece, le forze politiche di maggioranza e di opposizione, cullate dal sogno degli eurobond e dagli effetti salvifici del pareggio di bilancio, hanno accantonato il problema del debito pubblico inchiodato al 120% del PIL.

Si dimentica che l'Italia è il più importante esportatore europeo di debito pubblico: circa il 50% sta nei portafogli esteri. Pertanto il successo della politica economica che eviti la parziale monetizzazione del nostro debito sovrano dipende crucialmente dalla fiducia che gli investitori esteri mantengono nella nostra capacità di pagare gli interessi e di rimborsare il debito alla scadenza. È bensì vero che il rapporto debito pubblico-PIL è un indicatore "bastardo" in quanto confronta uno stock accumulato negli anni (il debito) con un flusso annuo di ricchezza prodotta (il PIL).

Ma certo è che uno stock di debito pubblico nell'ordine del 120 per cento del PIL non induce gli investitori esteri a cullarsi in sonni tranquilli poiché (anche se in via astratta) tutta la ricchezza prodotta in un anno non sarebbe comunque sufficiente a rimborsare il debito. Tuttavia, segnali recenti di riduzione dei titoli del debito pubblico italiano nei portafogli di istituti finanziari europei costituiscono un segnale di allarme che non va trascurato.

Ovviamente nessuno crede che l'Italia possa scendere a un rapporto debito PIL pari al 60%, così come fu imposto ai tempi del trattato di

Maastricht per tentare di escludere il nostro paese dall'ingresso nella moneta unica: lo volevano gli olandesi ed i tedeschi, ma non la Francia che fu determinante per il nostro ingresso.

Si aggiunga che, purtroppo, la teoria non aiuta nel definire il rapporto ottimale tra debito pubblico e PIL. Analisi empiriche (Rogoff e Reinhart) – da considerare tuttavia con estrema cautela- indicano che le soglie comprese tra il 70 ed il 90 per cento metterebbero il paese in zona di sicurezza nel giudizio dei mercati finanziari internazionali.

Si dice, e si illude in casa nostra, che una accorta politica di "tagli" insieme a provvedimenti di rilancio dell'economia reale possono innescare nell'arco di qualche anno (quanti ? si tace) un circolo virtuoso che non disturberebbe il sonno degli investitori esteri. Pare a me che si tratti nulla di più che di un genere letterario che, come detto, Amilcare Puviani considererebbe al pari di pura "illusione finanziaria".

Più comprensibile e meno illusorio sarebbe l'annuncio del governo se l'obiettivo dichiarato fosse quello di riportare nell'arco di alcuni anni (quanti ?) alla soglia psicologica del 99,9 per cento del PIL lo stock del debito, senza immaginare circoli virtuosi che rendano politicamente meno dolorose le politiche di rientro dal debito sovrano. Così facendo, si rientrerebbe in quella zona di fiducia dovuta alla considerazione (seppure astratta) che la ricchezza prodotta in un anno sarebbe in grado di rimborsare l'intero debito pubblico. Si può fare?

Quattro numeri per non cadere nel vizio della illusione finanziaria di Puviani trascurando pertanto anche gli effetti retroattivi del bilancio sull'economia.

Se ipotizziamo un tasso di crescita nominale del PIL ragionevolmente pari al 3% annuo e manteniamo costante l'ammontare in valore assoluto dello stock del debito pubblico occorrono non meno di sei anni affinché il debito scenda nell'intorno del 99,9% del PIL. È ovvio che per mantenere costante lo stock del debito pubblico nel corso dei sei anni neppure un euro di nuovo disavanzo deve essere generato. Le ricette non mancano tranne quelle orientate ad una ferrea lotta all'evasione che dovrebbe seguire l'insegnamento dei giudici Falcone e Borsellino che operavano nella certezza che i soldi da qualche parte finiscono e li vanno cercati.

Nel nostro caso si tratta di inseguire i soldi per raccordare la ricchezza finanziaria ai redditi dichiarati. In ogni caso si tratta di scegliere quelle ricette idonee a fare si che l'indebitamento delle amministrazione pubbliche (che comprende sia le spesa corrente che quella in conto capitale, oggi circa il 4% del PIL) venga subito azzerato e mantenuto a zero nel futuro: così come chiedono coloro che (senza sporcarsi le mani con i numeri) ritengono di porre in costituzione l'obbligo del pareggio di bilancio.

In questo contesto spetterebbe invece alle cd. "riforme a costo zero" il compito di rilanciare lo sviluppo dell'economia reale. Come si diceva una volta occorrono due strumenti per soddisfare due obiettivi: la politica di bilancio per il controllo del debito sovrano, la politica delle "riforme a costo zero" per il rilancio dell'economia reale.

Lungo è l'elenco di queste e non vi è che l'imbarazzo (politico) della scelta. Ad esempio: privatizzazioni (compresa la RAI che da tempo non svolge più il servizio pubblico essendosi posta al servizio di Mediaset per il mantenimento del duopolio) e (come negli USA) vendita all'asta di tutte le frequenze televisive e radiofoniche i cui incassi dovrebbero andare ridurre lo stock del debito, e non a finanziare nuove spese, così come si faceva negli anni novanta dell'altro secolo; liberalizzazioni nei settori delle farmacie, delle tabaccherie, delle rivendite dei giornali, delle licenze per i taxi, nessun limite agli orari dei apertura dei negozi, liberalizzazioni delle professioni e dei punti di vendita di benzine e gasolio e così via. Sono settori ove l'occupazione giovanile può trovare spazi consistenti.

Ma è certo che gli incumbent non gradiscono le new entry. L'istituzione della Autorità dei trasporti (sempre avversata) vigilerebbe sulla congruità delle tariffe in rapporto agli investimenti dei gestori. E poi, perché non fare come nei paesi più civili adottando misure che riservino al pubblico (oltre agli oneri di urbanizzazione) la rendita fondiaria connessa alla espansione delle città e dei villaggi ? Darebbe sollievo ai bilanci degli enti locali e una più efficace tutela del territorio.

Il passato ci insegna che le "riforme a costo zero" hanno costi politici che nessuno ha voluto ancora affrontare. Caduto l'ottimismo di facciata e preso atto che la crisi di oggi non ha eguali nel passato, perché non adottare politiche che anch'esse non hanno eguali nel passato?

Come si dice per altri ambiti: se non ora quando affronteremo il nostro problema del debito pubblico?

### 67. Quattro mosse per riportare lo spread sotto quota 50

9 Novembre 2011

Quattro proposte per riportare in sicurezza il debito pubblico senza ricorrere alla patrimoniale: 1) fiscalizzare gli oneri sociali per ridurre costo del lavoro e dare slancio ad export e PIL; 2) holding delle partecipazioni pubbliche locali con l'incarico di dismetterle; 3) collaborazione antievasione banche-Agenzia entrate; 4) no alle pensioni d'anzianità.

In un mio intervento precedente su Firstonline del 3 novembre scorso ("Consolidare il debito pubblico? No grazie"), ho ripercorso il viale delle rimembranze per sostenere la inopportunità di adottare politiche per la gestione amministrativa del debito pubblico al fine di allungarne le scadenze e per ridurre l'onere per interessi passivi che grava sul bilancio pubblico italiano(nel 2010, 4,5% del PIL in Italia, 2,4% in Germania, 2,5% in Francia, 2,4% nell'area euro esclusa l'Italia, così come nell'area UE sempre esclusa l'Italia).

Lo stesso viale delle rimembranze può essere di nuovo imboccato (senza spingerci fino al 1926 anno del consolidamento del debito pubblico) per riscoprire spunti e suggerimenti che, opportunamente adattati ai problemi di oggi, consentano ancora una volta di non avventurarci lungo la via della gestione amministrativa del debito pubblico, ma avendo invece come unico obiettivo quello di riportare lo spread dei nostri BTP decennali con il Bund tedesco sotto la soglia dei cinquanta punti base (come è stato tra il novembre del 1997 e il luglio del 2008, anno in cui il debito pubblico cominciò a salire dal 103% dell'anno precedente al 120% di oggi) valore dello spread che, come per il passato, porrebbe il debito pubblico italiano nella zona della sicurezza agli occhi dei mercati finanziari internazionali.

Al pari di oggi, gli anni 1992 e 1993 mostrano che appena qualche momento prima del precipizio i governi in carica sanno adottare le misure straordinarie atte a evitare di sprofondare nel burrone. Sul viale delle rimembranze si incontrano così provvedimenti efficaci, che evitarono il burrone, del tipo che oggi, opportunamente adattati al presente, potrebbero essere riproposti. Si pensi a:

- a) La fiscalizzazione degli oneri sociali (nel 2010 pari al 14% del PIL in Italia, 17% in Germania, 18% in Francia, 16% nell'area euro esclusa l'Italia, 14% nell'intera area UE esclusa l'Italia) per ridurre il costo del lavoro e ridare slancio alle esportazioni e con esse alla crescita del PIL. Oggi si potrebbe adottare una tale misura senza oneri per il bilancio pubblico finanziando la riduzione del costo del lavoro con tutto il gettito proveniente dalla reintroduzione dell'Ici sulla prima casa (abbandonando l'ipotesi suggestiva della patrimoniale per la quale non disponiamo degli strumenti amministrativi che ne evitino il fiasco) accompagnata da un nuovo aumento dell'IVA. Come noto essendo l'IVA rimborsata alle esportazioni una siffatta manovra equivale ad una svalutazione reale. Gli effetti sui prezzi al consumo dell'inasprimento dell'IVA è ragionevole che siano compensati dal minor costo del lavoro e resi più difficili da trasferire sui prezzi dalla domanda stagnante.
- b) La trasformazione di allora (1992) con decreto legge degli enti pubblici economici insieme all'accordo Andreatta Van Miert (1993) sui debiti dell'IRI SPA, suggeriscono che provvedimenti analoghi possono essere estesi al caso delle società partecipate dagli enti locali per ridurre il debito delle amministrazioni locali (circa il 6% del debito lordo delle amministrazioni pubbliche equivalente al 7% del PIL). Si tratta di rendere le società partecipate dalle amministrazioni locali soggette al vincolo di bilancio, che oggi si è dissolto per il fatto che l'ente pubblico costituisce il garante debitore di ultima istanza e dunque consente alla pletora di amministratori che siedono nei CDA, ogni tipo di azzardo morale. In analogia con il passato, i passi da adottare per decreto legge potrebbero essere i seguenti: 1) divieto di costituire nuove SPA partecipate dagli enti locali e obbligo per gli enti locali stessi che detengono partecipazioni societarie (Regioni Provincie e Comuni, Camere di commercio ecc. ) di conferire ad una apposita holding SPA (con non più di tre amministratori) le azioni detenute nelle società partecipate ed i relativi debiti posti a carico dell'ente conferente, il quale dovrebbe trattenere non più del 5% del capitale della società holding per non risultare, ai sensi del codice civile, l'azionista illimitatamente responsabile dei debiti della holding stessa. Il numero dei consiglieri delle società

partecipate dalle holding dovrebbe essere ridotto a tre componenti anche per ridurre gli inutili costi della politica; 2) le società holding (al pari dell'IRI degli anni novanta) dovranno dismettere le partecipazioni possedute per pagare l'eventuale indebitamento delle società partecipate e posto a loro carico. Al termine del processo la società holding dovrebbe essere posta in liquidazione (come la vecchia IRI SPA) e il ricavato, pagati i debiti, trasferito all'ente locale conferente con riduzione del patto di stabilità dell'ente locale medesimo;

- c) Cherchez l'argent. Come ci hanno insegnato nei primi anni novanta dell'altro secolo i giudici Falcone e Borsellino, invece che inseguire il singolo malfattore è meglio inseguirei soldi che portano al malfattore stesso. Analogamente è più semplice cercare negli intermediari finanziari di ogni tipo i fondi dell'evasore che portano allo stesso. L'industria bancaria e finanziaria opera su piattaforme tecnologiche che collegano in tempo reale tutti gli istituti. Sarebbe sufficiente comunicare alla Agenzia delle entrate i movimenti medi mensili di ogni cliente operati negli ultimi due anni (o altro indicatore al'uopo costruito) per verificare la congruità dei movimenti con i redditi denunciati dal cliente. Resterebbero non comunicati i conti detenuti all'estero ma il rientro dei capitali dalla Svizzera dovrebbe beneficiare di accordi quali quelli stipulati tra la Svizzera e altri paesi più attenti al contenimento dell'evasione fiscale;
- d) Infine, proseguendo nello spirito dei provvedimenti dei governi dei primi anni novanta che riguardarono le pensioni pare oggi ragionevole rinunciare alle pensioni di anzianità con benefici effetti sulla finanza pubblica. Molti lo hanno già proposto e mal si comprendono le opposizioni.

Come risulta dall'avere ripercorso il viale delle rimembranze, il controllo del debito pubblico non è mai stato un problema tecnico, ma squisitamente politico e manco richiederebbe l'umiliante commissariamento dell'Italia da parte di "stendardi nemici" che, come è giusto che sia, fanno i loro interessi in assenza di una politica comunitaria.

# 68. Costi della politica, rompere il duopolio RAI-Mediaset e liberalizzare le frequenze TV

21 Luglio 2011

Le licenze assegnate sottocosto e per via amministrativa a RAI e Mediaset, il canone RAI e i benefici pubblicitari accordati Publitalia distorcono il mercato e si configurano come veri e propri costi della politica — È tempo di liberalizzare le frequenze TV assegnandole per asta competitiva e destinando i ricavi alle casse pubbliche.

E se tra i costi della politica conteggiassimo anche il costo per la collettività derivante dal duopolio di ferro tra RAI e Mediaset ? Si narra negli USA che l'avvio della fortuna personale di Lyndon B. Johnson (36° Presidente USA che succedette a J.F. Kennedy) sia dovuta all'ottenimento, per via amministrativa, di alcune licenze per l'utilizzo di radio frequenze. Ciò avvenne nel 1940 quando lo stesso L.B.J. era membro del congresso americano.

Si narra anche che, sempre negli USA, il ricordo di ciò che ottenne il Presidente L.B. Johnson, fece si che a partire dagli anni ottanta si sia iniziato ad ipotizzare di assegnare le frequenze radio televisive non più tramite un processo amministrativo, bensì tramite un'asta competitiva non solo per sottrarre tale assegnazione al circuito politico amministrativo, ma anche per non incorrere nel rischio dell'insorgenza di un potenziale conflitto di "gestione politica" nell'assegnazione delle licenze stesse.

In coerenza con tale dibattito, dal 1994 – dai tempi cioè del primo mandato dell'amministrazione Clinton – la Federal Communications Commission (FCC), istituita nel 1934 per incorporazione di altra autorità che allora assegnava le licenze, ha iniziato ad assegnare le licenze stesse tramite una complessa asta competitiva gestita in via telematica e con modalità tecniche tali da garantire il pluralismo degli operatori nei settori di riferimento; facendo per tale via beneficiare anche il Tesoro degli USA che, secondo alcune stime ha incassato circa 14 miliardi di dollari.

È noto che in Italia le cose stanno diversamente: le licenze sono assegnate per via amministrativa; il canone della RAI – una volta spiegato come necessario per consentire il servizio pubblico – oggi a fronte alla evidente dissolvenza di ogni contenuto che accrediti il servizio pubbli-

co e ai contenuti sostanzialmente simili nelle reti RAI e Mediaset, di fatto limita il ricorso alla pubblicità sulle reti nazionali per consentire una maggiore pubblicità alle reti Mediaset (e a Publitalia in particolare). L'accordo politico a favore del duopolio RAI Mediaset può fare rientrare il canone RAI come un costo della politica per mantenere sia RAI che Mediaset? Il fatto che RAI e Mediaset paghino canoni non di mercato per la concessione data in via amministrativa può essere considerato anch'esso un costo della politica? L'idea originaria che entro il perimetro dato dalle frequenze assegnate in esclusiva a RAI e Mediaset non è forse miseramente fallito, mantenendo un monopolio che non fa crescere le new entry e nuova occupazione e non fa partecipare nessun altro soggetto al banchetto della pubblicità?

Si parla tanto di provvedimenti per il rilancio dell'economia, perché non cominciare ad imitare gli USA con la completa liberalizzazione delle frequenze da assegnare (nessuno escluso) per via di aste competitive sottraendo tale assegnazione al circuito politico amministrativo? Circuito garantito dal fatto che i vertici della Agenzia per le comunicazioni, eletti dal parlamento, altro non sono che la lunga mano del sistema politico ? Si ridurrebbero i costi della politica e si darebbe un nuovo incentivo alla crescita economica.

In sintesi, invece di proporre la concorrenza all'interno del blocco che comprende RAI e Mediaset, lo stato regolatore dovrebbe portare la concorrenza fuori da questo perimetro consentendo ad altre new entry di partecipare al grande banchetto della pubblicità, di creare nuove imprese e di assumere giovani talenti.

Il ricavato delle aste concorrerebbe al riequilibrio della finanza pubblica, ma ,forse, lo stato regolatore è captive degli interessi del duopolio televisivo con conseguenti effetti di aumento dei costi della politica.

#### 69. Consolidare il debito pubblico? No grazie

3 Novembre 2011

Confronto sulla proposta di Fratianni – "La trasformazione forzosa dei titoli di Stato a breve in BTP decennali ripesca solo vecchi arnesi" – "Ricorda il consolidamento del debito effettuato nel 1926 da Mussolini: vi seguì l'impossibilità a lungo di collocare nuovi titoli presso investitori inviperiti" – "Scorciatoie anti-debito pubblico non ne esistono".

Si narra agli studenti di economia e finanza che vi è della magia nei mercati finanziari ove moltitudini di soggetti trasferiscono ingenti fondi a altri soggetti che non conoscono, pur ritenendo di vantare diritti immateriali alla restituzione dei fondi, caso mai accresciuti di un rendimento. Se alla magia sostituiamo la fiducia troviamo la condizione irrinunciabile per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Certo è che, come nel caso del nostro paese, nessuna lettera di intenti può riportare la magia che si è dissolta sui mercati.

Stupisce ancora oggi la recente proposta avanzata da Michele Fratianni (pubblicata su Firstonline il 25 ottobre scorso) a favore della trasformazione forzosa dei titoli di stato a breve termine in BTP decennali.

Proposta che non soltanto ripesca vecchi arnesi (mai usati dal dopoguerra) dalla cassetta degli attrezzi posta da tempo in soffitta, ma richiama anche espressamente il consolidamento del debito pubblico italiano attuato nel 1926 da Mussolini, cui seguì sia l'impossibilità per molti anni di potere collocare nuovi titoli di stato presso i risparmiatori inviperiti, sia la profonda recessione dell'economia italiana dovuta anche al raggiungimento di "quota 90" (G. Carli, *Cinquant'anni di vita italiana*, Laterza, 1993, pp. 20-21). La magia si era dissolta per lungo tempo e con essa la crescita dell'economia.

Vale dunque la pena di ricordare ancora Guido Carli (grande amico di Bruno Visentini) e le sue animate discussioni (degli anni ottanta e primi novanta) con l'amico di allora quando, rammenta Carli, le parole di Visentini, "spogliate degli artifici verbali, portavano sempre lì: alla ristrutturazione forzosa del debito pubblico".

Ma rammentava Carli all'amico anche che "operazioni di questo tipo sono possibili soltanto in un regime come quello che consentiva il massacro a bastonate in pieno centro di Roma, a via Crispi, di una persona del valore di Giovanni Amendola" (G. Carli, *op. cit.*, p. 386).

Scartata dunque l'ipotesi pi ritorno alla dittatura di tipo mussoliniano (anche perché a differenza di allora l'euro ha sostituito la lira e la BCE ha sostituito la Banca d'Italia nella funzione di prestatore di ultima istanza), ci si potrebbe domandare se date le condizioni di oggi (un rapporto debito/PIL al 120%; un livello dei tassi di interesse che alimenta continuamente la spesa per interessi passivi; uno spread – vedi grafico allegato - tra Bund e BTP che riflette, come sempre è stato, il giudizio dei mercati finanziari rispetto alla capacità dei governi di onorare i debiti assunti), sia opportuno imboccare la strada della via amministrativa (di cui il consolidamento è la massima espressione) per la gestione dello stock del debito pubblico italiano in sostituzione della via di mercato, pur tenendo presente che oggi la vita media dei titoli del debito pubblico italiano (calcolata al 30 settembre 2011) è di 7,11 anni e che i BOT alla stessa data costituiscono l'8,93% dello stock e i BTP il 64,73% dello stesso; seppure con una emissione di colossale ammontare nel 2012, come a tutti noto ma non al Governo italiano.

Forse si consiglia l'uscita dall'Euro (inevitabile conseguenza del consolidamento del debito pubblico) come pare voglia suggerire anche Paul Krugman (International Herald Tribune del 25 ottobre 2011) assecondando l'auspicio della grande finanza USA di poter tornare ad arbitrare tra più valute tra loro concorrenti.

In ogni caso, come ci ricorda la BRI –Banca dei regolamenti internazionali "in linea di principio l'intervento dei governi dovrebbe essere rapido e deciso con il chiaro obiettivo di dissipare ogni incertezza" (BRI, *Relazione 2008*, p. 161). Ma le successive esperienze di questi anni mostrano che né i più blasonati governi europei, né tantomeno il nostro governo siano stati rapidi e decisi nei loro interventi per dissipare ogni incertezza e riportare la magia sui mercati.

Ma la proposta di Fratianni consente di riflettere sul nostro passato: nel senso che ci pare di risentire l'eco del dibattito che, escludendo tuttavia ogni ipotesi di consolidamento del debito, precedette nel 1981 il divorzio tra tesoro e banca d'Italia (voluto da Andreatta e Ciampi) che esimendo la banca centrale dal garantire in asta il collocamento integrale dei titoli offerti dal Tesoro, sancì la separatezza delle responsabilità tra i poteri legislativo, esecutivo e monetario nella gestione del

debito pubblico e impresse una svolta radicale alla politica monetaria per la stabilità finanziaria dell'Italia.

Percorrendo il viale delle rimembranze, si ritrova anche la proposta per una politica fiscale (non amministrativa) che incentivasse gli investitori a sottoscrivere sul mercato secondario i titoli di stato con le più lunghe scadenze mediante aliquote molto elevate sui titoli a breve e aliquote pari a zero per i titoli con scadenza decennale e oltre. Il Tesoro avrebbe perso gettito a fronte del vantaggio dell'allungamento delle scadenze.

È ovvio che tale incentivo, come si osservava allora, può avere effetto soltanto nel caso in cui la composizione dei portafogli delle famiglie e le decisioni degli investitori professionali fossero inclini a valutare il rendimento del titolo al netto dell'imposta; se invece il rendimento del titolo fosse valutato al lordo d'imposta l'incentivo non avrebbe funzionato e il Tesoro oltre a non incassare i tributi non avrebbe neppure goduto della riduzione della spesa per interessi passivi.

Nell'incertezza anche questa strada venne abbandonata e pare oggi inopportuno tentare di riportarla in vita per l'opacità dei contratti e degli strumenti finanziari che i più blasonati studi professionali potrebbero suggerire.

Sempre sul viale delle rimembranze si incontra il 1992 nel corso del quale lo spread si mosse tra un minimo di 464 punti base nel primo trimestre del 1992 e quasi 700 punti base nel quarto trimestre dello stesso anno (raggiungerà il minimo di 23 punti base nel primo trimestre del 1999).

Dal canto suo il rapporto debito PIL era del 105% in rapida salita verso il 120% che raggiunse nel 1994, come oggi. Tutti ricordano che nel settembre del 1992 la lira uscì dagli accordi di cambio dello SME malgrado i provvedimenti adottati dal Governo Amato nel luglio del 1992, seguiti dalla maxi manovra dell'ottobre dello stesso anno.

Tuttavia neppure allora si ipotizzò di tornare alla gestione amministrativa del debito pubblico; fu sufficiente il susseguirsi di governi credibili sia in sede domestica che internazionale per portare l'Italia nell'Euro, che a sua volta riportò l'economia italiana sul sentiero della stabilità finanziaria e con essa la magia sui mercati finanziari.

Da ultimo, una versione leggera del consolidamento potrebbe essere rintracciata ancora una volta nella vecchia cassetta degli attrezzi, ricorrendo alla politica dei vincoli di portafoglio per le più svariate categorie di investitori. Strada difficile se non impossibile da percorrere considerato che gli investitori stranieri detengono oltre il 50% del debito pubblico italiano. Come nel 1926 le conseguenze sarebbero nefaste per le successive emissioni di titoli del debito pubblico italiano.

Scorciatoie non esistono – come le soluzioni amministrative – ai problemi del debito pubblico. Parimenti non conviene ripercorrere il viale delle rimembranze alla riscoperta di vecchi arnesi. Non rimane dunque che tornare alla politica di oggi e alle sue responsabilità riprendendo a tal fine e parole di J. Schumpeter e cioè che il bilancio "altro non è che lo scheletro dello Stato spogliato di tutte le fallaci ideologie [...] e che la storia fiscale di un popolo è una parte essenziale della sua storia generale" (J. Schumpeter, *Stato e inflazione*, Boringhieri 1983, p. 193).

Riscoprire i contenuti della cassetta degli attrezzi in soffitta non è mai fatto di cui un paese può gloriarsi, ma anche in questo caso gli stessi attrezzi fallirebbero se il governo non si mostrasse rapido e deciso con il chiaro obiettivo di dissipare ogni incertezza. La soluzione dei problemi, qualunque siano gli strumenti e la cassetta rivisitata, torna dunque in mano alla politica.

Se osserviamo il grafico allegato, concludiamo che le politiche che condussero l'Italia nell'Euro costituirono un punto di svolta nella storia generale dell'Italia, cui purtroppo non si diede seguito. Pare banale ripeterlo, ma la magia che si è dissolta può ritornare soltanto con una politica che voglia e sappia imprimere con assoluta credibilità interna ed internazionale una nuova svolta alla storia generale dell'Italia.

Sapranno i nostri eroi (si fa per dire) di oggi riportarci lo spread a non più di 23 punti base?

### Per la guida di Banca d'Italia Saccomanni è il migliore per indipendenza e continuità

28 Giugno 2011

L'attuale direttore generale di Via Nazionale è il candidato ideale alla successione di Mario Draghi per professionalità, indipendenza e continuità di direzione dell'azione della banca centrale, che, dati anche i tempi e le condizioni dell'industria finanziaria, oggi si presenta come un patrimonio da salvaguardare ad ogni costo.

Tre sono i candidati (Bini Smaghi, Grilli, Saccomanni) che sono stati indicati dal Presidente del Consiglio Silvio Berlusconi e dallo stesso ritenuti egualmente idonei a sostituire Mario Draghi alla guida della Banca d'Italia. Che si tratti di tre candidati di indubbio valore professionale nessuno può mettere in dubbio, ma nel confronto fra i tre pare a me che soltanto uno di essi (Fabrizio Saccomanni) possa scrivere nel proprio palmares di avere contribuito direttamente – e in prima linea – più degli altri candidati a contenere gli effetti più perniciosi che si sarebbero abbattuti sull'industria bancaria, derivanti dalla perfetta tempesta finanziaria che si è manifestata, con sincronismo altrettanto perfetto, nelle economie mondiali.

Il Tesoro, dopo i primi sbandamenti iniziali che (per bocca del suo Ministro) assimilavano la struttura dell'industria bancaria italiana a quella anglosassone, accusando l'industria domestica degli stessi crimini e misfatti di quelli d'oltreoceano, si è poi ravveduto di fronte alla realtà delle evidenti differenze di business. Più tardi ha contribuito con i Tremonti Bond (tanto famosi quanto scarsamente necessari all'industria bancaria stessa) a rimediare i conti patrimoniali di alcuni istituti particolarmente deboli.

Certo è che anche Bini Smaghi ha goduto di un osservatorio privilegiato nella sua qualità di membro del Board della BCE, ma forse ha svolto un ruolo meno operativo e focalizzato sull'industria finanziaria italiana e sulle sue specificità.

Si deve invece dare atto che è stata la Banca d'Italia a essere in prima linea a governare gli strumenti della vigilanza e a ricorrere alla moral suasion del suo Direttorio (con qualche lamentela dell'industria bancaria) affinché l'industria stessa reggesse meglio di altri sistemi bancari di altri paesi alla crisi finanziaria.

L'accoppiata vincente tra Fabrizio Saccomanni – nella sua veste di Direttore generale di Banca d'Italia – e Mario Draghi nella duplice veste di Governatore e guida del Financial Stability Forum ha costituito e tuttora costituisce una esperienza unica e un patrimonio conoscitivo che dovranno sedimentarsi in ogni ambito di Bankitalia. Esperienza e patrimonio che, a mio,avviso, sarebbero meglio salvaguardati con la nomina a Governatore di Fabrizio Saccomanni.

Si aggiunga che ancora non viviamo in tempi normali: pertanto esperienza diretta e patrimonio conoscitivo si riveleranno preziosi nel corso dei prossimi anni che si auspica dovrebbero vedere la definitiva uscita dalla crisi.

Mai come oggi, dati anche i tempi e le condizioni dell'industria finanziaria italiana, la continuità di direzione dell'azione della Banca d'Italia garantita da Fabrizio Saccomanni si presenta, unitamente alla professionalità ed alla indipendenza di giudizio (anche nei confronti dell'industria bancaria) come un patrimonio strategico da salvaguardare ad ogni costo.

#### Indice dei contenuti

1.	Recovery: se le riforme non precedono, i soldi uE non seguono	5
2.	Il taglio dei parlamentari e l'Incompiuta di Schubert	7
3.	Commercio, il dopo pandemia pensionerà i decreti Bersani?	8
4.	Recovery Fund, quali riforme per l'innovazione?	10
5.	Autostrade, una public company piena di incognite	I2
6.	Il MES e la comica battuta del furbetto di Palazzo Chigi	I4
7.	Governo, sindacati, imprese: quali sono le priorità per il rilancio?	15
8.	Il decreto Rilancio riscopre l'ingloriosa Gepi	17
9.	Post Covid-19, il governo dell'economia deve cambiare	19
10.	La sanità pubblica torni nelle mani dello Stato	2I
11.	Andreatta, l'indimenticabile lezione di un "buon economista" e uomo di Stato	24
12.	Il silenzio della Consob e la cecità della Confindustria	30
13.	Politica industriale da riscoprire: "Grande è bello"	32
14.	Popolare di Bari, il peso della mancata SPA e le nostalgie della Casmez	34
15.	Reinventare l'IRI è grottesco ma dov'è finita la politica industriale?	36
16.	L'Ilva non è l'enel: nazionalizzare, che follia	38
17.	OPA cinese sul London Stock Exchange? Europa svegliati	40
18.	Minibot, debito giapponese e Italexit: le tre follie sovraniste	43
19.	l minibot: una furbata da incubo	44
20.	Commissione banche, specchio di un delirio politico inquisitorio	···· 47

21.	Elezioni europee vademecum per i sovranisti senza sovranità	50
22.	Reddito di cittadinanza, mina vagante sui conti pubblici	55
23.	L'Europa e la sfida del renminbi: ci vorrebbe un New Deal	57
24.	tav: la grande bufala dell'analisi costi-benefici	60
25.	Banca d'Italia, attaccano la sua indipendenza perché è scomoda	62
26.	Il Governo coccola il "piccolo è bello" ma favorisce la stagnazione	64
27.	Carige, banca di Stato e nazionalizzazione: tragedia annunciata	66
28.	Le banche e l'oro alla patria: i rischi nascosti nel bilancio pubblico	68
29.	Tesoro, dal divorzio con Bankitalia a quello con l'Unione europea	70
30.	La manovra tra fake news e falsi keynesiani con 3 incubi finali	73
31.	Italexit strisciante o Italia esclusa dall'Europa?	76
32.	Autostrade, ma la Consob dove sta?	79
33.	Il Governo Lega-Cinque Stelle oscilla tra Stalin, Peron e Evola	80
34.	Autostrade, Governo a rischio di insider e aggiotaggio	82
35.	Stiglitz, Trump e l'uscita dall'euro	83
36.	вот е втр, la Lega chiama le famiglie a ridonare l'oro alla Patria	85
37.	Governo e debito pubblico, quanto è lontano il "momento Minsky"?	87
38.	Nomine, No a un Direttore del Tesoro che scherza con euro e debito	89
39.	Politica e finanza, appunti semiseri sulla crisi di governo	92
40.	La legge elettorale e la favoletta dei nominati: chi sceglie i parlamentari grillini?	96
41.	Banca d'Italia, Visco metta a tacere gli affabulatori anti-euro	98

42.	Brexit e Trump spingono l'Europa a cambiare: è ora di rimuovere il vincolo del bilancio in pareggio	101
43.	Quando Ruini disse: "Nessuna Costituzione è perfetta"	104
44.	Banche, sulle sofferenze è tempo di autocritica e riforme	106
45.	Accelerare l'uscita di UK da UE per ridare fiducia ai mercati	109
46.	Tutela dei risparmiatori, basterebbe un emendamento	111
47.	La Consob, i risparmiatori e le forchette di rischio	113
48.	Separare la banca commerciale da quella d'investimento	116
49.	Trasparenza e razionalità in finanza sono come l'araba fenice .	119
50.	In Borsa stop agli scambi superveloci, almeno per i titoli sottili	122
51.	Consob, troppe omissioni nella Relazione al mercato	124
52.	Detassare gli utili d'impresa reinvestiti in nuovi investimenti	127
53.	Crescita: servono imprenditori amanti del rischio, non "elicotteri"	129
54.	Ha ancora senso tenere in vita la Borsa di Milano?	132
55.	La crisi delle 4 banche è un caso di "mala finanza" e non delle Authority della vigilanza	135
56.	Grexit, la Germania ha vinto una battaglia ma rischia di perdere la guerra	137
57.	Uscire dall'euro non porta in paradiso: la lezione dell'uscita dell'Italia dal serpente monetario	140
58.	Tassare di più i consumi per detassare il reddito delle famiglie e il costo del lavoro	142
59.	Local utilities, Renzi se ci sei batti un colpo: un decreto per privatizzarle	. 144
60.	Ripresa illusoria se gli imprenditori non ricapitalizzano: Renzi rispolveri la regoletta di Carli	146
61.	Telecom-Telefonica, e se tornasse di moda l'OPA modello Zapatero?	149

62.	Nomine pubbliche: torbidi impegni e foglie di fico ma la trasparenza non si vede	152
63.	Costi della politica: governanti di lungo corso e parlamentari rotanti? No grazie	155
64.	Le privatizzazioni degli anni '90, come sono nate e come sono realmente andate	157
65.	Puntare alla crescita destinando tutto il tesoretto solo alle start up dell'high tech	162
66.	Le manovre hanno la vista corta: è ora di aggredire il debito pubblico portandolo sotto il 100%	165
67.	Quattro mosse per riportare lo spread sotto quota 50	168
68.	Costi della politica, rompere il duopolio RAI-Mediaset e liberalizzare le frequenze TV	171
69.	Consolidare il debito pubblico? No grazie	173
70.	Per la guida di Banca d'Italia Saccomanni è il migliore per indipendenza e continuità	177

I saggi di questo libro, pubblicati sul quotidiano *FIRSTonline*, coprono gli anni 2011-2020. Trattano dell'economia italiana e della sua lunga stagnazione come pure del dibattito intorno alla politica economica. Poiché il mestiere dell'economista riformista non può prescindere dall'evoluzione della società e dei suoi conflitti sociali, questi brevi saggi si confrontano criticamente con i temi cari alla lotta politica dei policy maker sovranisti e populisti, quali quelli dell'uscita dell'Italia dalla UE e dalla moneta unica, oppure della riproposizione di nazionalizzazioni e di imprese private e dello Stato imprenditore.

In questo contesto i vari articoli spaziano tra governi, parlamenti, banche e imprese: sui loro annunci più fantasiosi e culturalmente immotivati, sulle politiche finanziarie proposte per il governo del debito pubblico italiano nel contesto della globalizzazione dei mercati finanziari, di quelli delle merci e dei servizi.

Alla luce di quanto è successo nella realtà, i saggi appaiono prediche inutili conseguenti alla più grecale condizione, già espressa da Federico Caffè, della solitudine del riformista.

FILIPPO CAVAZZUTI professore ordinario dell'Università di Bologna, senatore della Repubblica (1983-1986), sottosegretario al tesoro (1996-1999), commissario Consob (1999-2003). Autore di libri e saggi in tema di debito pubblico, privatizzazioni, regolazione dei mercati finanziari, politica di bilancio. Opinionista di Firstonline. Con goWare ha pubblicato; *La magia della finanza: tra demoni e angeli, eretici e ortodossi* (2013) e *Il capitalismo finanziario italiano. Un'araba fenice? Racconti di politica economica* (2019).

goWare Firenze - Italia www.goware-apps.com www.ebookextra.it info@goware-apps.it