

Per un vero Sblocca-Cantieri
Una proposta di politica industriale di sistema

Roma, 17 giugno 2019

Intervento di Marcello Minenna

Ringrazio Alessandro Genovesi, Maurizio Landini e tutti i presenti per l'invito di oggi.

Credo che l'iniziativa sia fondamentale in quanto si innesta in un momento storico estremamente difficile per il paese.

Inizierò con un inquadramento di contesto per poi entrare nel merito della proposta che sarà una proposta operativa mirata a superare un orizzonte temporale di 48 ore che mi sembra da troppi anni stia caratterizzando l'interazione tra istituzioni e stakeholders nel nostro paese.

Non è una novità che il rapporto debito-PIL sia un fattore di criticità per l'Italia. È uno dei parametri che sono stati disciplinati nelle regole europee e che ha portato all'ipotesi di una procedura di infrazione nei confronti del nostro paese. Il rapporto debito-PIL è appunto un rapporto in cui al numeratore abbiamo il debito pubblico e al denominatore il prodotto interno lordo. Come è noto a molti il problema, più che sul numeratore, è stato sul denominatore dove pesa molto la grande flessione della nostra produzione industriale dall'inizio della crisi.

Consentitemi di richiamare quello che è stato scritto sui nostri dati economici e sulle prospettive del nostro paese in tre importanti documenti.

Il primo è il documento sugli squilibri macroeconomici pubblicato a febbraio dalla Commissione Europea. Quest'anno in questo documento è stata dedicata una larga parte all'Italia in cui il richiamo principale è sul fatto di aver utilizzato il deficit per finanziare la spesa corrente, scelta che non è stata valutata positivamente. Per quello che dirò dopo, ciò ha degli elementi che secondo me vanno ponderati con estrema attenzione. Inoltre in più punti di quel documento ci sono riferimenti al reddito di cittadinanza e a quota 100.

Credo che questi riferimenti siano assolutamente da prendere in considerazione, soprattutto laddove il documento affronta il tema della drastica riduzione della spesa destinata agli investimenti. Allo stesso tempo, però, dobbiamo tener conto che siamo in un'area valutaria dove la banca centrale non ha un obiettivo di piena occupazione.

È quindi evidente che bisogna operare su due aspetti: da un lato, a livello nazionale, il paese va modernizzato su diversi fronti cogliendo le opportunità presenti nel nostro paese; dall'altro lato alcune regole della nostra area valutaria probabilmente devono essere messe seriamente in discussione e poste sotto esame.

Nel documento della Commissione Europea c'è anche una parte dedicata alla Germania in cui viene messo sotto esame il forte surplus commerciale tedesco che ha tra le sue determinanti proprio alcuni elementi di malfunzionamento dell'Eurozona. Infatti il settore industriale viene finanziato a costi differenti nei vari paesi membri e il paese che paga di più per finanziare la sua manifattura perde di competitività. È una regola banale. E purtroppo, i differenziali di inflazione tra Italia e Germania prima della crisi e l'arrivo dello spread dopo lo scoppio della crisi, hanno messo in difficoltà, sul fronte della competitività, la nostra industria bancaria e manifatturiera. Eppure i Trattati europei sono molto chiari sul punto di creare un'arena competitiva equa per migliorare e rendere più armonico lo sviluppo della nostra area valutaria, ma poco o nulla si è fatto per eliminare questo elemento di gap competitivo, che è strutturalmente finanziario e che ha un impatto sul funzionamento delle economie dei vari Stati membri.

Il secondo documento che voglio menzionare è quello sugli squilibri commerciali redatto dal Ministero del Tesoro americano. Per la prima volta l'Italia entra nella *watchlist* degli USA ossia nella lista dei paesi che vanno tenuti sotto osservazione. Questo perché nella *Trumpnomics* chi esporta troppo in America va monitorato.

E questo porta la nostra attenzione sul famoso trilemma di Rodrik, secondo cui democrazia, sovranismo e globalizzazione sono incompatibili.

Questa è una variabile del gioco. Non si può prescindere da quello che sta succedendo in America dove c'è un'impostazione sovranista che si ripercuote nei rapporti con la Cina né dall'atteggiamento mercantilistico della Germania e dal suo impatto sulle politiche economiche della nostra area valutaria. È necessario capire se questa sia la cosa giusta.

Infine c'è il documento sulla procedura d'infrazione nei confronti dell'Italia. Non vi dico quante volte vengano citate le espressioni “*quota 100*” e “*reddito di cittadinanza*” e quindi nuovamente il tema è quello della spesa corrente e della spesa per investimenti. Però, a mio avviso, in quel documento c'è anche un aspetto tecnico che va messo in discussione: si chiama “*output gap*”. Questa grandezza misura di fatto il potenziale inutilizzato del nostro PIL. Per gli Euro-burocrati noi non abbiamo nessun potenziale: siamo già al massimo delle nostre capacità. Io non sono d'accordo. In Italia c'è il 10% e fino a prova contraria capitale e lavoro sono i fattori costituenti della produzione industriale e del PIL.

Non posso credere che un paese con il 10% di disoccupazione stia esprimendo tutto il suo potenziale produttivo, soprattutto se parliamo della terza economia di questa area valutaria.

Finché lo penso io, uno potrebbe anche passarci sopra ma, se lo pensa anche l'OCSE, se lo pensano anche i principali studi di grosse banche di investimento, forse questo è un punto su cui la trattativa deve essere aperta in maniera serrata. Perché è proprio su questa grandezza, l'*output gap*, che si basa gran parte della procedura d'infrazione poiché, quando vengono violate le regole sul rapporto debito-PIL – come nel caso dell'Italia – tra i fattori rilevanti che scatenano la procedura di infrazione ci sono le dimensioni e la dinamica di un indicatore fiscale non osservabile, sotto saldo di bilancio strutturale il cui calcolo è fortemente influenzato dalla stima dell'*output gap*. Mettere la stima dell'OCSE in quell'algebra sul calcolo del saldo strutturale ci porterebbe in una diversa posizione nella trattativa.

Così come anche ci metterebbe in una diversa posizione nella trattativa considerare alcuni altri aspetti-chiave come il fatto che la ricchezza finanziaria delle nostre famiglie è in crescita. Non cito il dato inclusivo del patrimonio immobiliare che in questo caso non è indicativo. Qui parliamo del patrimonio mobiliare ovvero dei 1.500 e passa miliardi di liquidità fermi nei conti correnti degli italiani, che significano in gran parte paura di investire. Veniamo da un momento storico difficile dove alcune certezze granitiche sono venute meno anche per una serie di decisioni di politica economica prese in Europa e in Italia che hanno contribuito a creare degli elementi di sfiducia.

Non parlo di una patrimoniale, di un prelievo sui conti correnti. Intendo piuttosto che la ricchezza privata va adeguatamente reindirizzata e fortemente tutelata. Io l'ho sempre chiamata "il petrolio del nostro paese". I

paesi arabi, fin quando hanno consentito che il petrolio fosse carne da macello, non sono diventati ricchi. Sono diventati dei paesi ricchi quando si sono appropriati della catena del valore connessa a questa materia prima. Analogamente, in questo momento in Italia la risorsa rappresentata dalla ricchezza privata è fuori del controllo della nostra classe dirigente e della nostra capacità di fare sistema.

I dati sulla variazione del PIL – come dicevo prima – segnano una flessione inesorabile su base sia annuale che trimestrale. La determinante principale di questa flessione è il crollo degli investimenti che da solo spiega l'83% del calo del PIL dall'inizio della crisi.

Ricordo quando, diversi mesi fa, fui chiamato da Alessandro Genovesi e da Maurizio Landini per parlare del tema, e rimasi impressionato dai numeri sull'industria delle costruzioni. Ma constatai anche che, con pochi passi, si sarebbe potuto riavviare un gran pezzo dell'economia nell'industria delle costruzioni. Questo perché i provvedimenti di politica regolamentare sono importanti e si possono discutere. Poi ci sarà chi è d'accordo e chi contrario, il nostro è un paese in cui c'è una grande capacità di produrre opinioni differenti e di generare litigiosità.

Un esempio che porto sempre è su un tema chiave ovvero quello del sistema Europeo di pagamenti interbancari, c.d. Target2. Nell'ambito di questo sistema la Bundesbank ha un credito verso l'Euro-sistema di quasi 1000 miliardi di euro mentre la Banca d'Italia ha un debito di circa la metà. Ebbene, in Germania più di 200 economisti tedeschi sono riusciti a produrre dei documenti, differenti nelle firme ma assimilabili nei contenuti, funzionali a chiedere che questi crediti, in qualche maniera, venissero o garantiti o liquidati periodicamente. In Italia non siamo riusciti a dire una cosa uguale neanche in due per spiegare che il passivo Target2 della nostra

banca centrale nazionale altro non è che lo specchio della fuga dei capitali dal nostro paese alimentata da *policies* Europee improntate alla segregazione dei rischi anziché alla loro condivisione.

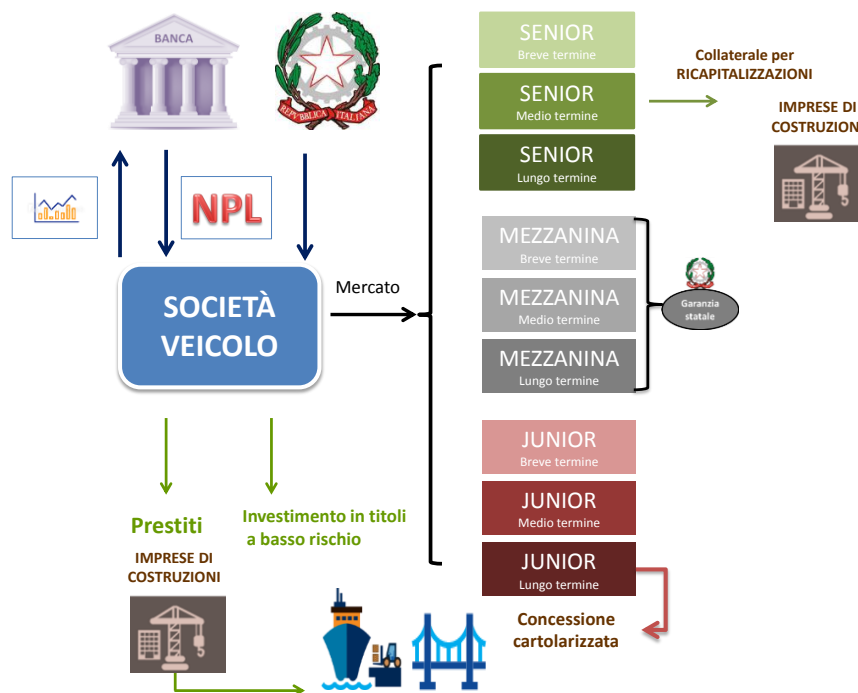
Il che, per carità, è interessante. Il pluralismo è sempre stato il valore della democrazia, però non deve generare immobilismo e soprattutto non deve essere inutilmente speculativo.

Quindi quando ho visto i numeri sull'industria delle costruzioni ho pensato all'esigenza di creare un nuovo rapporto banca-Stato-impresa-risparmio-collettività e abbiamo ideato una soluzione. Una soluzione che in realtà non è solo un espediente di ingegneria finanziaria che serve a riconnettere i vari pezzi del paese ma soprattutto un mezzo per creare un nuovo interlocutore, perché spesso e volentieri il problema non è di finanza. Certo c'è il tema della crisi di liquidità, c'è il tema di avere una qualche forma di garanzia dello Stato per poter sbloccare certe situazioni specifiche, ma il punto è che manca un interlocutore a 5-7 anni. Un interlocutore che possa avere la possibilità di rappresentare tutti gli interessi e di poter portare verso una direzione unitaria che è quella della modernizzazione infrastrutturale di questo paese.

In un contesto come questo va considerato che ci troviamo anche in un momento storico molto particolare. L'Italia è nuovamente al centro di un enorme traffico logistico che viene dall'Est, ed è una cosa senza precedenti. E soprattutto c'è la possibilità di creare valore che non creerebbe nessun problema ai soggetti nel Nord Europa che in questo momento stanno intercettando questa logistica. Ce n'è sostanzialmente per tutti ed è la grande

occasione per avere un'Europa che possa affrancarsi dalla contrapposizione Nord-ricco *versus* Sud-povero. Ed è anche quello che serve a un paese come il nostro: un Sud la cui modernizzazione possa avere una retroazione positiva sullo sviluppo del paese e dell'intero continente.

Tornando alla soluzione tecnica, vedendo i vari passaggi logici che sono in questa ipotesi di lavoro capirete perché sono tutti inseriti in questa rappresentazione collettiva del nostro sistema paese.



L'idea è quindi quella di creare una società-veicolo – o anche più d'una, in relazione alle varie infrastrutture strategiche da sviluppare – partecipata

dalle banche che potranno così conferire i loro crediti deteriorati invece che venderli, o meglio svenderli, a società che non a caso sono chiamate “società avvoltoio”. Poi ci sarebbe anche la partecipazione dello Stato nel conferire i diritti concessori cartolarizzati, cioè sinteticamente replicati nei relativi valori finanziari e messi all’interno dell’attivo della società, in modo che si sappia quale è quella infrastruttura e chi partecipa a quell’operazione e chi potrà quindi, a regole date, prendere parte allo sfruttamento di valore a favore della collettività.

La società-veicolo, una volta dotata di questi *assets*, si potrebbe poi rivolgere al mercato offrendo agli investitori titoli ordinati per rischio e per scadenza. Ci sarebbero quindi dei titoli *senior* che, per una serie di opportuni innesti di ingegneria finanziaria, sarebbero addirittura più sicuri dei titoli di Stato italiani e che potrebbero alimentare il mercato di liquidità, supportare i fondi pensione, i fondi negoziali, quindi investitori istituzionali e privati allo stesso tempo. Inoltre potrebbero essere usati come collaterale, cioè da garanzie per la ricapitalizzazione del settore delle costruzioni.

Prima si parlava di un “sistema delle costruzioni pesante”. Pochi player con grandi capacità tecnologiche e di innovazione sono in grado di governare, in un principio di concentrazione della competenza e della realizzazione, la gran parte dello sviluppo infrastrutturale del pianeta. Quindi è chiaro che bisogna aumentare la dimensione e per fare questo ci vuole capitale.

Poi ci sarebbe una *tranche* di titoli con rischio intermedia (c.d. mezzanina), che però, per rendere la *tranche senior* più sicura di un titolo di Stato, dovrà essere molto ampia e molto ben dimensionata in maniera tale da poter assorbire eventuali problematiche di liquidità e di tipo operativo, ad esempio in sede di realizzazione di qualche opera.

Questi titoli mezzanini, attraverso la previsione di opportune garanzie dello Stato, diventerebbero equiparabili per rischiosità ai titoli di Stato. Diversi anni fa, nell'ambito di un gruppo di lavoro con Franco Bassanini, Rainer Masera e Giuseppe Zadra e organizzato dalla fondazione ASTRID, svilupparammo una soluzione finanziaria mirata alla gestione dei crediti deteriorati. Purtroppo non andò in porto e fu un gran peccato perché sarebbe stata l'alternativa alla svendita dei crediti deteriorati ai fondi avvoltoio. Questo perché i crediti deteriorati hanno un loro valore, come la storia della SGA del Banco di Napoli insegna.

Infine, tornando alla nostra rappresentazione grafica, l'ultima *tranche* di titoli emessi dalla società-veicolo sarebbe quella *junior* cioè quella che include i titoli più rischiosi. Questa *tranche* ovviamente andrebbe riservata anche alle imprese di costruzione perché dietro queste *tranches* c'è l'accesso al diritto delle concessioni cartolarizzate.

Questa soluzione consentirebbe quindi al mondo delle imprese delle costruzioni di entrare nell'ambito delle garanzie di Stato, oggi precluse, attraverso questa intermediazione del veicolo finanziario di cui abbiamo parlato. Infine il veicolo finanziario, in base a quelle che sono le sue liquidità nel buffer non immediatamente utilizzato, investirebbe in titoli a basso rischio e soprattutto destinerebbe i fondi raccolti sui mercati a supportare finanziariamente le imprese di costruzioni. Si noti che l'architettura appena descritta assicurerebbe alle imprese così un volano formidabile per realizzare le infrastrutture e soprattutto un interlocutore stabile senza essere sottoposte di continuo al rischio operativo di cambi di

traiettorie, che non fanno bene perché, in assenza di stabilità e di indirizzi chiari, si è soggetti all'andamento volatile dei mercati.

Qualche giorno fa ho pubblicato un articolo sul "Financial Times" a proposito della stabilità, in cui ho detto che un terzo del nostro spread purtroppo è legato a quello che i mercati stimano come rischio addizionale dell'Italia rispetto agli altri paesi della periferia in relazione al tema *Italexit*. Veramente i mercati finanziari sono convinti che domani l'Italia potrebbe uscire dall'euro? Assolutamente no. Però i mercati finanziari, davanti a un'incertezza di indirizzo su un tema così importante, iniziano a quotare una probabilità – ancorché magari bassa – per un simile evento e chiedono un premio al rischio rispetto agli altri paesi periferici. E in questo momento il nostro spread riflette per un terzo quel premio al rischio. Ciò significa che basterebbe, su certe questioni, dare un segnale chiaro, inesorabile; un indirizzo puntuale di qual è la direzione che si intende prendere per ridimensionare determinate problematiche come gli apprezzamenti di rischio da parte dei mercati.

E poiché l'Italia è un grande paese che opera nei mercati finanziari, non può prescindere da queste considerazioni. E a mio avviso anche la nostra industria merita una stabilità di indirizzo per poter riuscire a competere su mercati sempre più globalizzati.

Un'ultima battuta e concludo. Io condivido il trilemma di Rodrik e credo che, alla luce del quadro in cui siamo inseriti, serva sovranismo. Il problema è che secondo me servirebbe un sovranismo europeo per riuscire a consentire una maggiore competitività globale del nostro paese che ha veramente ancora tante frecce al suo arco.

Grazie.