

DEBITI SOVRANI E POLITICA EUROPEA

RELAZIONE DI MARCELLO MINENNA NELL' AMBITO DEL CICLO DI INCONTRI:

“DOPO LA GRANDE CRISI, PER UNA NUOVA ECONOMIA”

ORGANIZZATI DALL' ASSOCIAZIONE SINISTRADEM-CAMPO APERTO

7 OTTOBRE 2015

Ringrazio Gianni per l'introduzione e per l'invito di oggi. Ovviamente le opinioni che esprimerò sono personali. Cercherò, nel tempo a disposizione, di fornirvi una panoramica delle tematiche connesse alla crisi del debito dell'Eurozona, alle sue implicazioni sull'economia reale e finanziaria, alle iniziative di politica fiscale e monetaria che sono state prese a livello comunitario e di alcune possibili misure di intervento per un completo superamento della crisi e il ritorno a un contesto condiviso di crescita sostenibile.

Partiamo dunque con una ricognizione dello stock di debito a livello globale e della sua evoluzione in rapporto al PIL. Dal 2000 ad oggi il debito, pubblico e privato, è cresciuto sempre sia in termini assoluti sia in rapporto al PIL. In particolare, dal 2007 al 2014 il debito è aumentato di 57.000 miliardi di dollari, arrivando a quota 200.000 miliardi, e – complice anche il rallentamento generalizzato delle principali economie – è oramai pari a quasi tre volte il PIL mondiale. Esaminando la composizione dello stock di debito osserviamo che l'incidenza del debito pubblico è aumentata significativamente negli anni della crisi, sfiorando ormai il 30% del totale. Si tratta di una prima importante evidenza che indica che in una certa misura la crisi è stata gestita mediante spesa pubblica. Andando a vedere il dettaglio dei Paesi principali che hanno sovranità monetaria notiamo che il Regno Unito dal 2008 al 2014 ha aumentato il rapporto debito pubblico/PIL di ben 50 punti percentuali, e gli Stati Uniti hanno sperimentato un rialzo di oltre 30 punti percentuali; per entrambi i Paesi l'aumento di questo indicatore si spiega, chiaramente, oltre che con l'aumento del debito, anche con i poco entusiasmanti saggi di crescita del PIL che ha caratterizzato gran parte del periodo di riferimento, talora anche con valori negativi. In Giappone, l'*Abenomics* ha sostanzialmente esasperato questo tipo di manovre (il debito pubblico è ora 2,32 volte il PIL) anche se con risultati non troppo soddisfacenti in termini di ripresa del PIL. Diversa la

situazione dell'Eurozona, dove la mancanza della sovranità monetaria in capo ai singoli Paesi membri e l'introduzione di una disciplina fiscale sempre più stringente (revisioni del Patto di Stabilità e Crescita, *Fiscal Compact* e manovre di *austerity*) hanno limitato il ricorso a una soluzione di tipo anglo-americano. Tuttavia, nell'area euro occorre distinguere tra i vari membri per via delle diverse situazioni iniziali e realtà economiche. Un primo confronto interessante è quello tra Germania e Francia: nel periodo pre-crisi (2000-2007) le prime due economie dell'Eurozona mostravano un dato molto simile, con un debito pubblico nell'ordine del 65% del PIL; ma dal 2011 in avanti si è assistito a un *decoupling* tra i due Paesi, con la Francia sempre più indebitata (per controvalori pari al 95% nel 2014) e la Germania che invece, dopo un aumento iniziale del debito nei primi anni della crisi, dopo il 2010 è sostanzialmente tornata su un sentiero di riduzione, senza dubbio favorito dal consolidamento del *Bund* come un bene rifugio nei portafogli degli investitori internazionali che ha permesso al governo tedesco di emettere debito a costi sempre più contenuti e, quindi, anche di ridurre le proprie esigenze di rifinanziamento. Più avanti si tornerà sul *decoupling* franco-tedesco per esaminarlo anche dal punto di vista dei flussi commerciali e finanziari. Per quanto riguarda i due Paesi più importanti della "periferia" dell'area euro (Spagna e Italia) si rilevano due attitudini molto differenziate. La Spagna (storicamente caratterizzata da un debito sotto il 50% del PIL) affronta la crisi, che nella sua economia veste i panni di una bolla immobiliare il cui scoppio mette a rischio la sopravvivenza del sistema bancario, facendo ampio ricorso all'emissione di titoli di Stato, tanto che il debito pubblico passa dal 36% del PIL nel 2007 a quasi il 100% del PIL nel 2014; queste cifre spiegano peraltro, almeno in parte, la positiva performance dell'economia iberica negli ultimi semestri con tassi di crescita superiori a quelli dei Paesi *core*. L'Italia, invece, che è arrivata alla vigilia della crisi con uno stock di debito molto elevato (già nell'ordine del 100% del PIL), ha dovuto chiaramente limitare l'incremento netto delle emissioni e quindi ha potuto usare meno la leva del debito per contrastare le difficoltà del suo sistema economico-finanziario. Esaminando altri due Paesi periferici, Irlanda e Portogallo, si trova una conferma del modello-Spagna: anche queste economie hanno sperimentato bolle immobiliari e/o crisi del sistema bancario privato, e anch'esse hanno gestito il problema con debito e spesa pubblica e ora la produzione è in ripresa, meno in Portogallo e più marcatamente in Irlanda.

Le evidenze riepilogate sinora qualificano abbastanza bene alcuni tratti salienti dei diversi Paesi dell'Eurozona prima e dopo l'esplosione della crisi e segnalano altresì delle importanti eterogeneità nei loro cicli economico-finanziari. Facendo un passo indietro agli anni

immediatamente precedenti l'avvio della moneta unica e sino al 2006, si nota come vi sia stata una progressiva convergenza tra i vari Paesi. L'esigenza di allinearsi ai parametri di Maastricht (debito/PIL sotto il 60% e deficit/PIL sotto il 3%) ha comportato una "germanizzazione" dei tassi di interesse sui titoli di Stato dei Paesi coinvolti. In altri termini, nei fatti si è realizzata quella che è una condizione fondamentale e imprescindibile per la sopravvivenza di un'unione monetaria: una curva unica dei tassi di interesse *sovereign*. In caso contrario sopraggiungerebbero molteplici e importanti disfunzioni: indebiti trasferimenti di ricchezza, problemi di disallineamento dei cicli economici, etc.. Nel processo di convergenza che ha caratterizzato la genesi della moneta unica, la finanza ha avuto un ruolo-chiave; infatti, nella consapevolezza che l'adesione all'euro avrebbe richiesto una "germanizzazione" dei diversi Paesi e che sarebbe stata garantita da una banca centrale credibile, le banche hanno posto in essere dei *convergence trade*, ossia delle strategie di negoziazione basate sulla compravendita di titoli di Stato emessi dai diversi Paesi che avrebbero aderito all'euro. In pratica, sapendo che a breve il BTP e il Bund avranno lo stesso rendimento, compro il BTP (fintanto che rende di più e costa meno) e vendo il Bund (fintanto che rende meno e costa di più), così da realizzare un profitto sostanzialmente certo. Queste operatività (aumentando la domanda di BTP e l'offerta di Bund) hanno evidentemente accelerato la convergenza dei rendimenti *sovereign*. In più, anche la regolamentazione comunitaria in materia finanziaria ha contribuito al processo in parola: le varie direttive sui requisiti di capitale di banche (CRD) e assicurazioni (*Solvency*) nonché sui fondi comuni (*Ucits*) hanno sancito a tutti gli effetti la parificazione dei titoli di debito pubblico dei diversi Paesi dell'area euro, considerandoli tutti ugualmente rischiosi (o, più precisamente, privi di rischio, tanto che infatti la loro presenza negli attivi degli intermediari finanziari non determinava, e non determina tuttora, alcun assorbimento di capitale). La serietà con cui si annunciò l'Euro e la fermezza con cui si mise in piedi un assetto normativo che assicurava che i rischi sarebbero stati gestiti secondo una logica unitaria hanno dunque avuto un ruolo essenziale nella convergenza verso un'unica curva dei tassi tra i Paesi dell'euro. A sua volta, quest'equiparazione ha determinato un altro fenomeno molto interessante: l' "Europeizzazione" dei debiti pubblici dei diversi Paesi, vale a dire il fatto che tutte le banche compravano debito pubblico dell'Eurozona e avevano portafogli di titoli governativi diversificati. Anche per questa via, quindi, la finanza ha favorito l'integrazione dell'area euro che è stata confermata anche da un'accresciuta correlazione tra i cicli economici dei Paesi membri nel periodo pre-crisi.

Il contagio della grande crisi da oltre-oceano (mutui *sub-prime* e default di Lehman Brothers) ha fatto vacillare i presupposti stessi della convergenza avvenuta negli anni precedenti portando all'attenzione dei mercati finanziari il principale problema che fino ad allora era stato trascurato: il rischio di credito (e gli effetti devastanti della sua materializzazione, come appunto nella vicenda Lehman Brothers). Il problema è poi arrivato ovviamente anche all'attenzione delle autorità monetarie e delle istituzioni politiche. Ma con qualche ritardo e qualche "leggerezza" iniziale. A novembre 2008, di fronte al fallimento della banca tedesca IKB (piena di finanza tossica americana), il cancelliere tedesco (Angela Merkel) dichiara che ciascun Paese dell'Eurozona dovrà gestire autonomamente eventuali crisi delle proprie banche, e nessun altro governo avverte l'esigenza di intervenire per rettificare o quanto meno ridimensionare la portata della dichiarazione della Merkel. Si tratta di segnali molto importanti per gli operatori finanziari: non c'è nessuna solidarietà nella gestione dei rischi. La reazione è immediata: il mercato comincia a discriminare i rischi dei diversi Paesi dell'Eurozona, tenendo conto che la convergenza degli anni precedenti era stata solo parziale, che sostanziali differenze permanevano nelle condizioni delle finanze pubbliche dei diversi Paesi e che non c'era nessun presidio che prevedesse un qualche obbligo di mutuo soccorso o, in termini finanziari, una qualche forma di *risk-sharing* (mutualizzazione dei rischi).

A fine 2008, sul mercato *repo* collateralizzato (dove le banche si prestano vicendevolmente denaro esigendo a garanzia attività finanziarie) i titoli di Stato dei vari Paesi membri ricevevano già valutazioni differenziate: se metto a collaterale un Bund per un controvalore nominale di 100 euro (date le condizioni positive dell'economia tedesca e la solidità delle sue finanze pubbliche), riceverò in prestito 100 euro, ma se metto a collaterale un BTP (date le meno brillanti condizioni dell'economia e dei conti pubblici dell'Italia) riceverò in prestito meno di 100 euro (ad esempio 95), e ancora di meno se il collaterale che posso utilizzare è un titolo emesso dal governo greco o portoghese. È il fenomeno noto come *collateral discrimination* (discriminazione dei collateral): sul mercato interbancario il costo unico del denaro si era già dissolto e ogni prestatore riceveva un trattamento diverso in base alla natura del collaterale *sovereign* che era in grado di offrire. L'apprezzamento del rischio di credito aveva avviato la disgregazione della curva unica dei tassi di interesse tra i diversi Paesi dell'Eurozona. Inizialmente questa divergenza è stata lenta perché, a differenza del mercato interbancario, la BCE continuava a finanziare le banche senza discriminare i titoli di Stato che queste mettevano a garanzia. Un'accelerazione importante è cominciata a gennaio 2011 quando il Presidente della BCE (Jean-Claude Trichet) ha annunciato per la prima volta

una decisione di *collateral discrimination*: la stessa banca centrale dell'euro dichiarava dunque al mercato di non credere più che il rischio di credito dei Paesi membri fosse uguale ossia (equivalentemente) che la politica monetaria non sarebbe intervenuta per assicurare tale uguaglianza. Il provvedimento fu ritirato pochi mesi dopo, perché la BCE ne comprese le implicazioni devastanti in termini di segnali per il mercato, ma ormai l'unità della curva dei tassi di interesse sui titoli governativi europei si era irrimediabilmente dissolta per lasciare spazio allo *spread*. Dinamiche uguali e contrarie a quelle che, prima della crisi, avevano favorito la convergenza, si scatenavano ora determinando potenti spinte centrifughe: i mercati scommettevano sulla rottura dell'euro (*divergence trades*) e il loro bersaglio ideale era l'Italia, il Paese che per dimensioni dell'economia e stato di salute delle finanze pubbliche avrebbe potuto "far saltare il banco". Così tra nel secondo semestre del 2011 (complice una programmazione finanziaria e di bilancio dello Stato che aveva dei punti di criticità) è scattato un pesante attacco speculativo all'Italia che è durato diversi mesi, mettendo effettivamente a dura prova la tenuta del Paese e dell'intera Eurozona. Non a caso a inizio dicembre 2011, in un contesto profondamente deteriorato, il governatore della Bank of England (Mervyn King) dichiarò che era arrivato il momento di pensare a un piano B rispetto all'Euro.

In poco meno di due anni i *divergence trade* hanno così portato alla demolizione finanziaria della nostra area valutaria.

Un'importante implicazione di queste dinamiche è la nascita di *valute-ombra*: l'Euro-lira, l'Euro-marco, l'Euro-franco, l'Euro-dracma, l'Euro-peseta, etc.. Per capire questo fenomeno è opportuno fare ancora una volta un passo indietro. Prima dell'euro i movimenti dei tassi di cambio assecondavano i differenziali dei tassi di interesse tra i diversi Paesi secondo la direzione prevista dal rispetto della parità dei tassi di interesse tra diverse aree valutarie. Nel 2000 nasce l'euro, scompare il tasso di cambio e scompaiono anche i differenziali di tasso di interesse. Ma questa situazione può durare solo sino a quando i mercati non cominciano ad apprezzare diversamente il rischio di credito dei vari Paesi dell'Eurozona. Con l'avvento della crisi il rischio di credito diventa una determinante fondamentale del tasso di interesse dei diversi Paesi e rinasce lo "*spread*", cioè rinascono i differenziali di tasso di interesse tra i diversi Paesi. Stavolta però si tratta di differenze che derivano esclusivamente dal diverso rischio di credito di Paesi appartenenti ad una stessa area valutaria e che non possono essere più "accomodate" da movimenti del tasso di cambio. La regola aurea della parità che aveva caratterizzato il periodo pre-euro non può trovare più applicazione e il diverso merito

creditizio degli Stati membri trova espressione in una persistente diversità nel costo del denaro. Questo fenomeno può essere inquadrato molto bene considerando i premi o *spread* sui contratti derivati chiamati *credit default swap* (CDS), attraverso i quali la parte acquirente (CDS *buyer*) paga appunto un premio per ottenere in cambio una protezione dalla manifestazione del rischio di credito di un determinato soggetto (nel caso di specie un emittente sovrano dell'Eurozona). Analizzando la dinamica del differenziale tra i CDS *spread* dei diversi Paesi membri dell'area euro dal 2008 in avanti si possono osservare facilmente forti similarità rispetto all'andamento del tasso di cambio tra gli stessi Paesi nel periodo pre-Euro. In altri termini, gli *spread* dei diversi Paesi possono essere interpretati la "valuta-ombra" specifica di ciascuno di quei Paesi, mentre i differenziali di *spread* possono essere visti come dei tassi di cambio tra queste *valute-ombra*. Questo significa che il rapporto tra due Paesi dell'Eurozona diventa un rapporto di cambi fissi nell'economia reale ma che nell'economia finanziaria necessita di uno sfogo dei differenziali di rischio di credito (non gestiti a livello delle istituzioni politiche e monetarie) e lo trova appunto negli *spread*. Semplificando al massimo: un caffè ha lo stesso prezzo in tutte le capitali dell'area euro, ma il sistema finanziario non regola in euro *tout court*, bensì in euro maggiorati dello *spread* di ciascun Paese. Tenuto conto dell'elevato *grado di finanziarizzazione* dell'economia (nel 2008 il peso delle attività finanziarie a livello mondiale era mediamente pari a circa 10 volte quello delle attività reali), si tratta di un fenomeno destinato ad avere forti ripercussioni sul funzionamento della moneta unica e delle economie che ne fanno parte.

Una manifestazione dei problemi architettonici dell'Eurozona, collegata ai fenomeni sin qui descritti, è l'alterazione degli equilibri dei flussi commerciali e finanziari tra gli Stati membri. Esaminando l'andamento delle partite correnti di alcuni Paesi dell'area euro dal 2002 in avanti emerge nitidamente come la Germania sia l'unico Paese costantemente in surplus, peraltro di dimensioni sempre maggiori (salvo una frenata temporanea e comunque limitata nel biennio 2008-2009). Di contro, gli altri Paesi hanno sperimentato importanti deficit delle partite correnti, accentuatissimi dall'inizio della crisi, e solo negli ultimi anni i loro saldi commerciali sono tornati positivi, per via del crollo della domanda determinato dalle riforme, dall'austerità e dalla connessa flessione delle importazioni. Un discorso a parte merita la Francia, unico Paese in surplus a inizio anni 2000 oltre alla Germania e unico in deficit negli ultimi anni, per motivi collegati all'incremento della spesa pubblica per fronteggiare la crisi e alla circostanza che dal 2013 in avanti l'economia francese è diventata uno degli approdi privilegiati dell'export tedesco. Per capire le ragioni degli squilibri commerciali dell'Eurozona in favore della Germania sono utili alcune considerazioni. In

primo luogo è noto che l'industria manifatturiera produce essenzialmente a debito, vale a dire ottenendo finanziamenti che hanno un dato costo. Ebbene, nell'era dell'euro i differenziali di inflazione prima della crisi e quelli di tasso di interesse esplosi con l'arrivo della crisi hanno determinato significative differenze nei costi di finanziamento della manifattura delle diverse economie dell'area euro. L'industria tedesca, grazie a un clima di bassa inflazione prima e di bassi tassi dopo, ha sempre potuto reperire risorse finanziarie a costi contenuti e vendere quindi la propria produzione a prezzi competitivi. L'opposto è accaduto nella "periferia dell'Eurozona", dove il peso di maggiori oneri finanziari ha portato molte aziende fuori mercato o, nella migliore delle ipotesi, non potendo contare sulla leva del cambio dato il regime di cambi fissi, a comprimere i costi del lavoro (riduzione dei salari, ridimensionamenti degli organici, etc.). Un esempio pratico può essere utile a chiarire queste dinamiche. Si consideri una bottiglia di plastica, un bene la cui produzione non richiede il possesso di particolari vantaggi tecnologici e può essere realizzata in modo perfettamente fungibile in qualsiasi industria della zona euro. Prodotti di questo tipo rappresentano una quota significativa del PIL di un Paese. Nel 2000, un cittadino americano che avesse voluto comprare dall'Eurozona, segnatamente dalla Germania o dall'Italia una fornitura di queste bottigliette di plastica avrebbe pagato lo stesso prezzo (esemplificativo) di 100 dollari. Di contro, nel 2015, a causa dei diversi costi finanziari della manifattura e della maggiore competitività dell'industria tedesca, il cittadino americano pagherà la fornitura di bottiglie di plastica 116 dollari se la acquisterà dalla Germania e ben 136 dollari se la comprerà dall'Italia. È evidente quale sarà l'industria che chiuderà e quale invece quella che assorbirà la quota di mercato dell'altro Paese. In questo modo si è dunque consolidata la leadership della manifattura tedesca anche nell'offerta di beni il cui ciclo di produzione è ormai maturo e non sussistono vantaggi competitivi in termini di *know-how* ovvero di progresso tecnologico. Peraltro, anche quando lo *spread* e i differenziali di inflazione sono rientrati, i gap di competitività dovuti a ragioni squisitamente finanziarie si sono mantenuti per via dell'inerzia dovuta al logoramento delle condizioni operative della manifattura dei Paesi periferici e del contrapposto rafforzamento guadagnato nel tempo dalla manifattura tedesca. Fuori dall'Eurozona questi squilibri non capitano o, meglio, non possono persistere grazie all'operatività di un altro meccanismo di aggiustamento automatico. Anche qui un esempio può essere utile. Se l'azienda automobilistica giapponese TOY vende molte auto negli Stati Uniti, spiazzando i suoi competitors americani, l'eccesso di domanda statunitense di automobili TOY comporterà un incremento della domanda di Yen da parte del mercato americano e, quindi, un apprezzamento dello Yen rispetto al

Dollaro. Come conseguenze, le automobili TOY diventeranno più costose per i cittadini statunitensi e l'eccesso di domanda verrà riassorbito. Qualcosa di simile accadeva anche in Europa prima dell'introduzione dell'euro; l'avvento della moneta unica e la connessa rigidità perfetta dei cambi tra i Paesi aderenti hanno disattivato i meccanismi di riequilibrio automatico dei saldi commerciali relativi delle diverse economie, lasciando spazio a perduranti e ampi disallineamenti tra la Germania e gran parte degli altri Paesi dell'Eurozona. Una delle maggiori vittime di questo meccanismo disfunzionale dell'euro è stata la manifattura italiana (principale competitor di quella tedesca). I dati delle esportazioni di questi due Paesi (in percentuale del totale dell'export UE verso il resto del mondo) mostrano che dal 2002 al 2013 i trend si sono evoluti in modo diametralmente opposto: la quota tedesca è aumentata di circa 3 punti percentuali mentre quella italiana è scesa di circa 2 punti percentuali.

Un'altra implicazione delle disfunzioni architettoniche dell'Eurozona si osserva sul fronte del debito pubblico. Andando indietro al 1997, nella fase preparatoria dell'Euro, i vari Paesi avevano ancora la propria sovranità monetaria e la situazione dei rapporti debito/PIL era già abbastanza eterogenea: Germania e Francia erano al 60%, la Spagna poco sopra (66%), l'Italia già molto più indebitata (117%). Spostandosi al 2013 – oltre 10 anni dopo la partenza dell'Euro e la perdita della sovranità monetaria che viene delegata alla Banca Centrale Europea che, come noto, ha poteri limitatissimi in tema di gestione del debito dato il divieto di monetizzazione sancito dal suo statuto – si osserva che la divergenza dei rapporti debito/PIL tra i diversi Paesi è aumentata e, nel frattempo, ci sono state già diverse crisi del debito nella periferia dell'Eurozona. Ebbene, a gennaio 2013, in connessione con l'istituzione del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM), viene introdotta un'ulteriore perdita di sovranità degli Stati membri, stavolta con riguardo al proprio debito pubblico. Infatti, viene deciso che le nuove emissioni di titoli di Stato di Paesi dell'Eurozona con scadenza superiore all'anno sono sottratte al potere di ristrutturazione delle istituzioni politiche di ciascuno Stato. Nel dettaglio, il trattato istitutivo dell'ESM prevede che chiunque sia titolare del 25%+1 dei titoli di una data emissione ne può bloccare eventuali istanze di ristrutturazione da parte dello Stato emittente. Per capire le implicazioni di questa nuova disciplina, si supponga che uno dei Paesi membri, ad esempio l'Italia, volesse uscire dall'euro. Prima del 2013, l'abbandono della moneta unica avrebbe comportato la ridenominazione del debito pubblico in lire con un conseguente abbattimento del suo valore per via dell'inevitabile svalutazione delle lire rispetto all'euro. Ora una strategia di questo tipo non è più implementabile perché la ridenominazione del debito in un'altra valuta è un

evento di ristrutturazione e, quindi, ricade nell'ambito di quelle iniziative che possono essere bloccate da $\frac{1}{4} + 1$ dei titolari di un'obbligazione governativa. Considerato che mediamente il Tesoro italiano rifinanzia 300 miliardi di euro del suo debito all'anno e che le nuove regole sono in vigore ormai da due anni, in pratica già circa 600 miliardi del debito pubblico italiano sono soggetti alle nuove clausole e, quindi, è molto probabile che lo Stato non potrebbe ristrutturarli neanche volendolo. Queste clausole sono peraltro il motivo per il quale il *Quantitative Easing* avviato dalla BCE a marzo 2015 prevedeva un limite massimo proprio del 25% all'acquisto di ogni singola emissione. Infatti, questo limite garantiva (almeno formalmente) che la BCE non potesse avere da sola il potere di decidere se consentire o bloccare la ristrutturazione del debito di un Paese membro dell'Eurozona. Recentemente il limite del *Quantitative Easing* sulla singola emissione è stato aumentato al 33%, ma appunto con la precisazione che se dalla verifica dei singoli casi emergesse che, a seguito di tale aumento, l'Eurosistema detenesse una minoranza di blocco, il limite resterebbe al 25%. Tuttavia, al di là delle regole formali, va detto che nel concreto il limite in parola non è così "tutelante" per gli emittenti sovrani dell'area euro, dato che comunque col 25% di un'emissione la BCE può trovare con estrema facilità un altro *bondholder* istituzionale con cui allearsi per bloccare eventuali istanze di ristrutturazione di uno Stato. In altre parole, in mezzo alle regole del QE, è stata sapientemente inserita anche una previsione che permette di evitare brutte sorprese (o almeno di gestirle adeguatamente) nel caso in cui un Paese dovesse tentare una ristrutturazione del proprio debito. Per quanto precede, è evidente che la clausola introdotta a gennaio 2013 *de facto* può essere assimilata all'emissione di debito pubblico denominato in valuta estera. E, come mostra una bellissima ricerca di Reinhart e Rogoff di qualche anno fa, in cui vengono analizzati in prospettiva storica i fallimenti degli Stati sovrani, l'evidenza empirica indica che, quando il debito in valuta estera supera il 70% del PIL, prima o poi si va a finire molto male se non vengono prese adeguate contromisure strutturali (e.g. *haircut* più o meno consistenti dello stock di debito). Tornando ai dati sul debito dei Paesi dell'Eurozona nel 2013, è interessante notare che Francia, Italia, Grecia e Spagna si posizionavano tutte abbondantemente sopra la soglia del 70%; anche la Germania sforava la soglia, ma di poco (78%) e in più, come abbiamo detto, negli ultimi anni sta riducendo il proprio debito pubblico.

Uno strumento interessante per esaminare gli squilibri economico-finanziari nell'Eurozona è l'analisi dell'evoluzione dei saldi *Target2* dei vari Paesi membri. *Target2* è il sistema di regolamento interbancario dei trasferimenti transfrontalieri nell'Unione Europea. Per capire come funziona è utile fare un esempio pratico. Se una banca italiana paga un debito a una

banca tedesca, si apre un credito di pari ammontare della Bundesbank nei confronti della Banca d'Italia. Conseguentemente il saldo *Target2* della Germania registra una variazione di segno positivo e quello dell'Italia una di segno negativo. Di primo acchito, quindi, sembra che si tratti di mere questioni contabili. Ma non è così. Si tratta soprattutto di una questione di rischio di credito e del suo trasferimento dal sistema bancario privato di un Paese alla sua banca centrale nazionale e, tramite questa, a tutto il consorzio delle banche centrali europee, ossia a tutto l'Eurosistema. Infatti, riprendendo l'esempio di prima, occorre osservare che il regolamento del debito da parte della banca (privata) italiana in favore della banca (privata) tedesca comporta il trasferimento in capo alla Bundesbank di un rischio di credito su un'esposizione di ammontare equivalente a quello del debito saldato dalla banca (privata) italiana, rischio che fino a prima del regolamento tramite *Target2* era invece nell'attivo di bilancio della banca (privata) tedesca. In altri termini, il regolamento del credito tra banche private comporta la mutualizzazione del rischio di credito (che prima era sopportato unilateralmente dalla banca privata tedesca) sull'intero Eurosistema. Esaminando l'andamento dell'ammontare e del segno dei saldi *Target2* dei Paesi *core* dell'Eurozona (Francia esclusa) e di quelli periferici più la Francia, emergono evidenze molto interessanti. Il blocco dei Paesi *core* presenta saldi positivi via via crescenti, con un picco di circa 900 miliardi di euro all'apice della crisi, di cui la quota della Bundesbank costituisce la quota prevalente (circa 500 miliardi). specularmente, la periferia e la Francia registrano complessivamente saldi negativi via via crescenti secondo lo stesso *pattern*. Dall'autunno del 2012 in poi si assiste invece a un graduale rientro dei saldi *Target2*, positivi (dei Paesi *core*, Germania in primis) e negativi (della periferia più la Francia). Come si spiega questo andamento? In estrema sintesi, la spiegazione è che le banche private della periferia hanno ricevuto dall'Eurosistema una grande iniezione di liquidità che hanno utilizzato per saldare i loro debiti con le banche dei Paesi core. E infatti, tra fine 2011 e febbraio 2012 sono arrivati i 2 LTRO straordinari della BCE per oltre 1000 miliardi di euro, parte dei quali è stata utilizzata proprio per regolare le posizioni debitorie della periferia verso il "centro" dell'Eurozona. A questo punto ci sono tutti gli elementi necessari per una riflessione-chiave: la liquidità (LTRO e altri prestiti) con cui la BCE ha "raffreddato" i mercati finanziari e salvato la crisi nella periferia dell'area euro ha avuto un effetto collaterale estremamente positivo anche per le banche tedesche che, infatti sono state messe nelle condizioni di fare un facile *deleveraging* della propria esposizione verso la periferia. Il caso della Spagna è particolarmente emblematico di queste dinamiche: a maggio 2012 la liquidità BCE alle banche spagnole ha superato i 350 miliardi di euro rendendo possibile il salvataggio

dell'economia iberica ma anche il rientro delle banche dell'area *core* dell'euro dal rischio-Spagna.

Per comprendere a pieno il significato dell'evoluzione dei saldi *Target2* dei Paesi dell'euro, bisogna considerare che esso riflette anche un altro fenomeno: la compravendita di titoli di Stato emessi dai diversi Paesi membri. Anche in questo caso un esempio può essere utile. Se una banca tedesca vende un BTP a una banca italiana, quest'ultima diventa nuovamente creditrice della banca tedesca. Nel momento in cui il debito viene regolato i saldi *Target2* registrano un credito della Bundesbank verso la Banca d'Italia. Utilizzando questo esempio, è possibile inquadrare correttamente l'altra componente che ha guidato i movimenti dei saldi *Target2* nell'Eurozona. L'aggravarsi della crisi nella seconda metà del 2011 ha spinto le banche dei Paesi *core* a disfarsi delle loro posizioni in titoli di Stato periferici vendendoli proprio alle banche della periferia. È il processo di nazionalizzazione dei debiti pubblici della periferia dell'area euro (l'esatto contrario dell'Europeizzazione che aveva caratterizzato la fase di avvio dell'euro), a cui è seguito – con l'arrivo della liquidità dalla BCE – il regolamento delle posizioni debitorie delle banche dei Paesi periferici nei confronti di quelle dei Paesi *core* che “smaltivano” la parte più rischiosa dei loro portafogli di titoli governativi.

In sintesi, quindi, le iniezioni di liquidità approntate dalla BCE all'apice della crisi hanno avuto due impieghi principali da parte dei sistemi bancari periferici: ripagare debiti commerciali verso le banche dell'area *core* e assecondare la nazionalizzazione dei debiti pubblici della periferia. A titolo esemplificativo, le banche italiane hanno ricevuto circa 270 miliardi di liquidità dalla BCE e hanno comprato titoli di Stato italiani per 230 miliardi e ripagato debiti verso le banche dei Paesi *core* per 40 miliardi circa.

Quello che stride di queste dinamiche è che da un lato (i.e. per la parte relativa al regolamento dei crediti commerciali) esse sono servite a consentire la mutualizzazione sull'intero Eurosystema del rischio di credito privato cui erano esposte le banche tedesche, ma dall'altro ha operato in senso opposto nella “gestione” del rischio di credito del settore pubblico. Infatti, la nazionalizzazione del debito pubblico della periferia qualifica evidentemente un fenomeno assolutamente opposto ad un apparato di mutualizzazione del rischio di credito degli Stati periferici, fenomeno di cui però ancora una volta hanno beneficiato i Paesi *core*, Germania in testa. La riprova di questa contraddizione insita nel funzionamento dell'Eurozona si è avuta anche recentemente in occasione dell'ennesima crisi debito pubblico greco (appena 320 miliardi di euro) che le istituzioni Europee hanno sempre

gestito con un'unica certezza: nessuna ristrutturazione che comporti una riduzione (*haircut*) del debito potrà mai essere accettata. La vicenda greca di quest'estate è stata l'ulteriore conferma che nell'Eurozona ogni Paese deve cavarsela da sé, non importa se i suoi problemi hanno fatto la fortuna di qualche vicino.

La dimensione straordinaria raggiunta dal saldo positivo *Target2* della Germania ispira un'ulteriore riflessione, circa la connessione tra le politiche di erogazione del credito delle banche tedesche (evidentemente molto “generose” fino a prima della crisi) e la dinamica delle partite correnti della Germania. Fino al 2011 il sistema bancario tedesco ha concesso enormi quantità di credito alle economie periferiche, come Italia e Spagna; in parallelo il saldo delle partite correnti tedesche cresceva (e quello dei Paesi periferici si deteriorava) perché la periferia utilizzava una quota consistente del credito ricevuto per importare beni prodotti dalla manifattura tedesca. In economia, la strategia finanziario-commerciale implementata dalla Germania è detta *vendor financing*, vale a dire uno schema con cui un Paese finanzia un'economia estera per alimentare la domanda di quell'economia nei confronti della propria offerta di beni, e, quindi, per far crescere indefinitamente i propri saldi commerciali. Poi, quando a causa della crisi i Paesi periferici sono diventati dei prenditori troppo rischiosi, la Germania ha potuto ridurre sensibilmente l'enorme esposizione nei propri confronti principalmente – come si è detto – grazie alla liquidità iniettata nelle banche periferiche dalla BCE. Si noti che la Germania non ha dismesso il proprio schema di *vendor financing*; piuttosto, lo ha ri-direzionato verso la Francia, essendo questa un prenditore di fondi più affidabile (meno rischioso) dei Paesi periferici. L'analisi dell'evoluzione temporale del saldo delle partite correnti tedesche verso Spagna, Italia e Francia evidenzia questo riposizionamento dell'export tedesco intra-Eurozona nei confronti della Francia. Questo dato, peraltro, è in linea con altre importanti evidenze: il già menzionato *decoupling* del rapporto debito/PIL francese (in crescita) rispetto a quello tedesco (in diminuzione) a partire proprio dal 2011, l'aumento del rapporto deficit/PIL della Francia e il costante segno negativo delle sue partite correnti anche negli ultimi due anni. Non solo. Anche il credito delle banche tedesche si è mosso coerentemente: dal 2005 al 2010 è stato indirizzato prevalentemente verso la periferia, mentre dal 2011 in avanti i Paesi periferici sono stati progressivamente sostituiti dai Paesi *core*, Francia in testa. In sintesi, dopo aver esaurito la domanda interna della periferia, la manifattura tedesca (con il supporto del proprio sistema bancario) sta “drenando” la domanda interna della Francia, oltre a cercare nuovi mercati di sbocco al di fuori dell'Eurozona.

A livello Europeo, per contrastare la crisi e riportare i Paesi meno virtuosi sul fronte della finanza pubblica su sentieri di rientro del debito e del deficit compatibili con il rispetto delle regole di Maastricht, nella fase acuta della crisi sono state introdotte delle novità alla disciplina fiscale che condiziona (pesantemente) gli Stati membri nella definizione delle loro politiche fiscali nazionali. Le novità più importanti sono avvenute con la revisione del Patto di Stabilità e Crescita di fine 2011 (il c.d. *Six Pack*) e con il varo del *Fiscal Compact* (letteralmente “Patto di Bilancio”) nel marzo 2012. Questi provvedimenti hanno ribadito le regole europee sui limiti al disavanzo e al debito pubblico; in particolare, per i Paesi con debito superiore al 60% del PIL è stato stabilito – attraverso delle formule algebriche – che l’evoluzione passata o attesa del debito riferita a tre anni consecutivi debba evidenziare una riduzione annuale di $1/20$ (c.d. *ventesimo di rientro*). Un’altra regola, meritevole di approfondimento specie per il suo impatto sulla programmazione di bilancio dei vari Paesi membri, riguarda il *saldo strutturale*, cioè il saldo di bilancio corretto per il ciclo economico e per la misura *una tantum*. La regola in parola prevede che il saldo strutturale non possa scendere al di sotto del c.d. *Obiettivo di Medio Termine* (OMT), ossia un valore specifico per ogni singolo Paese determinato sulla base di diverse grandezze economiche (per lo più legate alle esigenze di spesa pubblica); tuttavia, se l’OMT è inferiore a $-0,5\%$, il saldo strutturale comunque non può scendere al di sotto di questa soglia comune a tutti i Paesi membri. Per capire bene il funzionamento di questa regola (e i suoi effetti in un certo senso “perversi”) occorre considerare che la correzione per il ciclo economico contemplata nel calcolo del saldo strutturale prevede una maggiorazione del saldo nominale tanto più grande quanto più elevato è lo scostamento negativo tra PIL effettivo e PIL potenziale, il c.d. *output gap*. È evidente che, per quanto appena detto, la rettifica per il ciclo economico tende a rendere il saldo strutturale migliore (meno negativo o più positivo) rispetto a quello nominale. In realtà, però, quella fatta sinora è la descrizione di come funziona la regola di calcolo del saldo strutturale “in condizioni normali”, quando cioè il PIL effettivo è inferiore al PIL potenziale (i.e. al PIL che si avrebbe in corrispondenza di un pieno utilizzo dei fattori produttivi dell’economia). Purtroppo, in condizioni di stress dell’economia di un Paese può verificarsi la situazione paradossale per cui il PIL effettivo si avvicina a quello potenziale non perché il primo sale ma perché il secondo scende (nel caso estremo l’*output gap* può arrivare a cambiare segno) avvicinando *coeteris paribus* il saldo strutturale rispetto a quello nominale (o addirittura, nel caso estremo, peggiorando il saldo strutturale rispetto a quello nominale). Si tratta di un “effetto perverso” della regola di calcolo del saldo strutturale; infatti, questa regola è stata evidentemente concepita nel presupposto che tutti i Paesi

dell'area euro fossero in crescita potenziale (i.e. con un *output gap* negativo), sicché poco si concilia con una situazione differente (come, ad esempio, una situazione di recessione potenziale in cui la regola sul saldo strutturale può diventare persino più stringente della regola sul tetto del 3% al rapporto deficit/PIL).

Come si è detto, la regola sul saldo strutturale influenza profondamente la definizione delle politiche di bilancio dei Paesi dell'Eurozona. Prendendo come esempio il caso italiano, nell'autunno 2014 il rispetto della regola sul saldo strutturale è stato oggetto di specifici rilievi mossi dalla Commissione Europea al Ministero dell'Economia e delle Finanze. Anche negli anni precedenti, la regola sul saldo strutturale ha influenzato le decisioni di politica di bilancio del Governo italiano: a fine 2011, allo scopo di avere un OMT meno stringente (nullo anziché positivo) la riforma Fornero ha creato il doloroso fenomeno degli *esodati*, il quale ha infatti permesso di ridurre i costi attesi dal Governo a fronte dell'invecchiamento della popolazione (c.d. *ageing costs*) che sono una delle variabili che rientrano nel calcolo dell'OMT, che – come si è detto – è infatti una grandezza *country-specific*.

Sempre con riferimento alla regola sul saldo strutturale è opportuna un'ulteriore precisazione: il valore delle grandezze rilevanti ai fini del calcolo è quello relativo al quadro economico di un Paese nell'ipotesi c.d. di “politiche invariate” (o, equivalentemente, “quadro tendenziale”), e non nell'ipotesi alternativa rappresentata dal c.d. “quadro programmatico” (vale a dire quello ottenuto assumendo l'implementazione delle riforme previste dal Governo nazionale). Per capire la rilevanza di questo aspetto è utile considerare nuovamente l'esempio dell'Italia: nel 2012, 2013 e 2014, poiché i numeri del quadro tendenziale erano peggiori di quelli del quadro programmatico, il Governo italiano chiedeva alla Commissione Europea di essere valutato sui dati programmatici. Nel 2015 la situazione si è invertita: a settembre 2015 – nell'aggiornamento al Documento di Economia e Finanza – il Governo ha reso nota l'intenzione di dare uno stimolo fiscale all'economia che implicherà valori del debito e del deficit nel quadro programmatico peggiori di quelli riferiti al quadro tendenziale. Per tale motivo potrebbe accadere che quest'anno – al contrario dei precedenti – il Governo italiano dovrà chiedere una manleva particolare, ossia quella di poter attuare delle riforme che peggioreranno i conti pubblici rispetto al quadro tendenziale e che sono ritenute necessarie per dare nuovo impulso alla crescita. Una compiuta contestualizzazione di questa inversione rispetto alla situazione ricorrente degli anni precedenti richiede di considerare anche le nuove regole europee sulla *flessibilità*, in vigore dal gennaio 2015. In un contesto in cui anche i conti pubblici della Francia hanno continuato

a manifestare chiari segnali di debolezza (*deficit* costantemente sopra il 3% dal 2009), la Commissione Europea – prendendo atto del disallineamento dei cicli economici dei Paesi dell’Eurozona – ha deciso di rilasciare parzialmente le regole sul saldo strutturale definendo la velocità di convergenza (c.d. *required annual fiscal adjustment*) verso l’obiettivo minimo di saldo strutturale in relazione a clausole legate alla specifica congiuntura di ciascun Paese, oltre che al programma di riforme e agli investimenti.

Chiaramente un segnale del successo della disciplina fiscale e degli stimoli alla crescita adottati dai singoli Stati e dalle istituzioni Europee sarà dato dall’evoluzione del rapporto debito/PIL dei vari Paesi nei prossimi anni. In questa prospettiva è necessario considerare un ulteriore fattore di rilievo: si tratta della disinflazione pronunciata che ha caratterizzato in buona sostanza l’intera Eurozona a partire dalla seconda metà del 2014 (in qualche caso, come la Grecia, anche da prima). A fine 2014 l’area euro era addirittura in deflazione, circostanza che – come noto – ha avuto un ruolo determinante nell’accelerare la decisione della BCE sul *Quantitative Easing* relativo ai titoli del settore pubblico nel gennaio 2015. Il tasso di crescita (o decrescita) dei prezzi gioca un ruolo fondamentale nella dinamica del rapporto debito/PIL. Infatti, nel tempo un’inflazione più alta fa crescere il PIL nominale ad una velocità tendenzialmente maggiore rispetto al debito, con l’effetto di abbattere il rapporto tra le due grandezze: in altri termini, l’inflazione è una “cosa buona” per mettere sotto controllo il rapporto debito/PIL; la deflazione opera in senso opposto (il PIL non cresce per effetto dei prezzi e il debito in termini reali non si svaluta) portando il rapporto su un sentiero di crescita. Un esempio concreto anche in questo caso è molto utile, confrontando la situazione dell’Italia nel 2011 e nel 2015. Nel 2011, per via dello *spread* molto alto, il Paese rifinanziava il debito ad un tasso nominale intorno al 5-6%, ma l’inflazione era al 3%. Il Tesoro rifinanziava circa 300 miliardi di euro di debito l’anno, e l’elevato livello dei tassi nominali costava 6-7 miliardi in più di costo del servizio del debito; però, su 2000 miliardi di debito, con l’inflazione al 3% il debito perdeva valore di circa 60 miliardi l’anno in termini reali. Spostandosi al 2015, in un contesto di tassi di interesse ai minimi storici, l’Italia rifinanzia 300 miliardi di debito in scadenza quest’anno a un costo intorno all’1,5%; ne discende che il costo del servizio del debito scende di circa 7-8 miliardi (tralasciando l’impatto dei derivati sul debito che, sulla base della *disclosure* fatta dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, potrebbe di fatto azzerare il risparmio di spesa per interessi, per via di elevati flussi di cassa netti in uscita e di perdite potenziali superiori ai 40 miliardi di euro, su un nozionale di 160 miliardi). Ma il problema più grosso nel 2015 è che

il debito reale non si svaluta di nulla perché l'inflazione è zero. Difficile, dunque, capire se sia migliore la situazione nel 2015 o se lo fosse quella nel 2011.

Un altro confronto che aiuta a inquadrare cosa è accaduto dall'inizio della crisi è quello tra Italia e Germania. I due Paesi hanno un debito pubblico di controvalore paragonabile, sebbene in termini relativi la Germania sia messa meglio perché ha un PIL più grande. Dal 2009 al 2014 il differenziale annuo di costo del servizio del debito tra i due Stati è passato da 5 a 15 miliardi di euro, per via dell'aumento della spesa per interessi dell'Italia e, soprattutto, di una serie di fenomeni (*flight to quality*, tassi bassi se non addirittura negativi, etc.) che hanno permesso alla Germania di risparmiare complessivamente quasi 50 miliardi di euro in termini di onerosità del debito pubblico.

Accanto alla disciplina fiscale (di cui si è detto sopra), l'altro strumento di contrasto alla crisi dell'Eurozona sono state le misure straordinarie di politica monetaria messe in campo dalla Banca Centrale Europea. Prima di analizzare queste misure, è opportuno dare uno sguardo oltre-oceano. Negli Stati Uniti la FED ha comprato 2000 miliardi di titoli di Stato (*US Treasuries*) nell'ambito dei propri *Quantitative Easing* e retrocede al governo federale gli interessi percepiti su questi titoli. Si tratta cioè di una partita di giro: il governo in realtà non paga interessi sul debito comprato dalla banca centrale. Nell'Eurozona è tutto più complesso. In primo luogo la BCE non ha un solo azionista (come la FED) bensì tanti, le tante banche centrali nazionali dei paesi Europei, ognuna delle quali detiene una quota (c.d. *capital key*) più o meno elevata del capitale della BCE, prima la Germania, poi la Francia, quindi l'Italia e a seguire la Spagna e la Grecia fanalino di coda (tralasciando i Paesi non-euro). Questo è senza dubbio un primo elemento di eterogeneità tra i Paesi dell'Eurozona. Ma non è l'unico. Con la crisi e la disgregazione della curva unica dei tassi di interesse governativi, i vari Paesi hanno cominciato anche a pagare cedole differenziate sui titoli di Stato acquistati dall'Eurosistema. Estremizzando (anche se non troppo), questo vuol dire che magari la Grecia su un titolo di Stato comprato dalla BCE paga il 15% e la Germania paga 0. Poi però il reddito da interessi realizzato dalla BCE viene redistribuito alle varie banche centrali nazionali sulla base della *capital key*, il che ovviamente determina significativi trasferimenti di ricchezza tra i vari Paesi dell'area euro e precisamente (oltre che in modo quasi assurdo) dalla periferia in favore dei Paesi *core*. Peraltro, un ulteriore elemento di eterogeneità nasce dal fatto che ciascuna banca centrale nazionale dell'Eurozona ha un proprio Statuto, con diverse quote di partecipazione da parte del rispettivo Stato di

appartenenza, diverse regole di riserva e, quindi, in termini generali, diverse percentuali di retrocessione al Governo degli interessi percepiti sui titoli di Stato acquistati.

Per avere un'idea dell'entità dei trasferimenti di ricchezza dalla periferia verso il centro dell'Eurozona connessi agli acquisiti di titoli della BCE si può considerare il *Securities Market Programme* (SMP) implementato tra il 2010 e 2012: nell'ambito di questo programma la BCE ha acquistato titoli dei PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna) per circa 220 miliardi di euro su cui ha incassato proventi per interessi nell'ordine dei 10 miliardi l'anno, dei quali circa 2 miliardi sono andati ogni anno alla Germania (data la sua quota nel capitale della BCE) e continuano ancora ad arrivare (in parte) al Governo tedesco perché a giugno 2014 la BCE ha deciso di non rimettere sul mercato i titoli del SMP ancora presenti nel suo attivo di bilancio.

A inizio 2015 la BCE ha varato un nuovo programma di acquisto di titoli del settore pubblico, il *Quantitative Easing* (una parte minoritaria degli acquisti, riguardante titoli privati, era stata già decisa a settembre 2014) per un controvalore complessivo di oltre 1000 miliardi di euro. Il fine di questo ampio programma di acquisti è evidentemente quello di combattere la disinflazione (l'obiettivo statutario della BCE è quello di intervenire per mantenere stabilmente l'inflazione media dell'area euro intorno al 2%) e contrastare il *credit crunch*. Tuttavia, finora il QE ha avuto scarso successo rispetto a queste finalità e per le sue caratteristiche potrebbe non raggiungere questi obiettivi anche nei mesi a venire. A differenza del SMP, il QE riguarda titoli di Stato emessi da tutti i Paesi dell'Eurozona (Grecia esclusa, almeno per ora). La sua architettura in termini di regole, emittenti ed emissioni ammissibili, quote e limiti all'acquisto è alquanto "cervellotica": l'8% degli acquisti riguarda titoli di Stato comprati direttamente dalla BCE; l'80% degli acquisti riguarda sempre titoli di Stato comprati però dalle banche centrali nazionali, proporzionalmente alla loro quota di capitale della BCE; infine, il restante 12% riguarda titoli di emittenti europei sovranazionali (come ESM, EFSF, etc.) e gli acquisti sono effettuati anche in questo caso dalle banche centrali nazionali sebbene il rischio di default su questi titoli sia mutualizzato a livello dell'intero Eurosystema (*risk-sharing*). Questa ripartizione degli acquisti nasce da precise esigenze di ripartizione o condivisione dei rischi tra i vari Stati membri. Infatti, sui titoli acquistati direttamente dalla BCE i rischi sono condivisi tra tutti i partecipanti all'Eurosystema (e, quindi, la Germania – che ha la fetta più grossa – assume in qualche modo l'esposizione maggiore): non a caso la quota di questi acquisti sul totale del programma è irrisoria (appena l'8% di *risk-sharing*), proprio perché la

Germania ancora una volta ha saputo gestire molto bene i rischi e perseguire i propri interessi nazionali. Al contrario, la gran parte degli acquisti (l'80%) è rimessa alle singole banche centrali nazionali: ciascuna compra titoli emessi dal proprio governo. Ciò non garantisce che lo Stato recuperi integralmente gli interessi pagati sui titoli acquistati dalla propria banca centrale nazionale perché – come già detto – gli statuti delle banche centrali non sono tutti uguali e prevedono percentuali di retrocessione più o meno elevate. Ma l'aspetto sicuramente più interessante è che il coinvolgimento diretto e in misura nettamente prevalente delle banche centrali nazionali implica che ciascuna di esse riceva liquidità dalla BCE (indebitandosi in euro con l'Eurosistema) per comprare titoli di Stato del proprio Paese e trovarsi, quindi, esposta al rischio di default del proprio Stato. Questo schema evidentemente realizza una nazionalizzazione del debito di ciascun Paese nel bilancio della propria banca centrale. Per capirlo si ipotizzi lo scenario estremo di abbandono dell'euro da parte di un Paese membro, ad esempio l'Italia: in tal caso il debito italiano verrebbe riconvertito in lire (quantomeno la parte emessa prima delle nuove regole in vigore dal gennaio 2013) e conseguentemente abbattuto di valore per via dell'immediata svalutazione della lira rispetto all'euro. Assumendo, in via esemplificativa, una svalutazione della lira del 50%, la Banca d'Italia si ritroverebbe con un credito in lire verso il proprio Governo il cui controvalore è pari a 50 euro e con un debito verso l'Eurosistema di importo pari a 100 euro: una perdita netta del 50%, sopportata solo dalla banca centrale italiana. In finanza, uno schema del genere ha un nome ben preciso: *credit default swap*, ossia un derivato di credito con cui una delle due parti protegge l'altra dal rischio di default di un dato emittente. Nell'ambito del QE europeo è evidente che i fornitori di protezione sono le varie banche centrali nazionali e il beneficiario di questa protezione è l'Eurosistema nel suo complesso. L'interesse che la Banca d'Italia riceve sui titoli di Stato italiani acquistati nell'ambito del programma altro non è che la remunerazione (*premio*) della protezione venduta. Anche la previsione di una quota di acquisti (il 12%, cioè circa 100 miliardi) di titoli di emittenti europei sovranazionali merita qualche considerazione. Tra questi emittenti vi sono i fondi salva-Stati, ESM e EFSF); in particolare, l'EFSF ha “salvato” la Grecia nella crisi del 2012 comprando intorno ai 140 miliardi di euro di titoli emessi dalla Repubblica Ellenica. È noto a tutti che quel salvataggio non ha funzionato propriamente, vista la recrudescenza della crisi del debito Greco del 2015. Ne discende che i 140 miliardi di titoli greci nel portafoglio dell'EFSF sono 100% rischio-Grecia. Ebbene, se la Grecia dovesse fare default e se l'EFSF non dovesse essere ricapitalizzato a causa del rifiuto degli Stati membri di versare la propria quota di contribuzione, il rischio-Grecia ormai risulterebbe mutualizzato tra tutti i Paesi

membri. In altri termini nessuno potrà evitare la propria quota di perdite e, quindi, la Germania (che, insieme alla Francia, originariamente era il Paese più esposto al rischio-Grecia) anche in questa situazione ha confermato di essere un sapiente *risk manager*. Tanto più che, in virtù del proprio ruolo dominante nell'EFSF, la Germania ha un potere di blocco sull'operatività del fondo salva-Stati. Del resto lo si è visto anche recentemente (estate 2015) con la questione della ristrutturazione del debito greco: la Germania ha impedito soluzioni basate sul "taglio" del controvalore complessivo del debito, con lo scopo di tutelare i propri crediti verso la Grecia sia diretti che indiretti, i.e. appunto per il tramite dell'EFSF.

Sempre in tema di *Quantitative Easing* della BCE sui titoli di debito pubblico dell'Eurozona è interessante esaminare l'impatto che l'annuncio di un intervento sistematico in acquisto della banca centrale sul mercato dei titoli di Stato, con tempi e quantità certi e ben definiti, può avere sull'operatività delle banche. La conoscenza anticipata dei dettagli del programma di acquisto e, quindi, la prevedibilità dei suoi effetti sul prezzo e sui rendimenti dei titoli governativi (in caso di eccesso di domanda i prezzi salgono e i rendimenti scendono) rende possibili strategie di c.d. di *profit booking* sostanzialmente prive di rischio: le banche aspettano un periodo di tempo adeguato per far salire sufficientemente il prezzo dei titoli di Stato presenti nei loro portafogli e poi li vendono massivamente sul mercato (*sell-off*) realizzando un lauto *capital gain*. È esattamente quello che è successo coi due *flash crash* di fine aprile e inizio giugno 2015, quando – dopo mesi di discesa continuativa dei rendimenti e, quindi, di apprezzamento dei titoli – gli investitori istituzionali (banche *in primis*) hanno immesso sul mercato massicci quantitativi dei titoli presenti nei loro portafogli proprietari ottenendo ottimi guadagni e facendo rimbalzare i rendimenti verso l'alto. Una stima di prima approssimazione consente di quantificare i guadagni realizzati dalle banche con l'implementazione di questa strategia: quasi 4 miliardi per le banche tedesche, 3 miliardi per quelle francesi, 2,7 miliardi per quelle italiane e 2,3 miliardi per quelle spagnole. In altri termini, il QE sta ricapitalizzando i sistemi bancari dell'Eurozona attraverso la creazione e il mantenimento di un contesto fertile per la realizzazione di guadagni in conto capitale con l'intermediazione di titoli di Stato. Questo aspetto spiega anche perché la liquidità che le banche stanno ricevendo con il QE non arriva all'economia reale. Infatti, è di tutta evidenza che in un mondo dove la compravendita dei titoli di Stato permette profitti privi di rischio (e, quindi, peraltro, senza assorbimento di capitale), mentre l'erogazione di credito a famiglie e imprese è senza dubbio un'attività rischiosa (e che, in quanto tale, può peggiorare la stabilità patrimoniale della banca o quanto meno assorbire più capitale), le banche useranno la liquidità del QE per comprare titoli di Stato da rivendere in un momento di mercato di

risalita dei prezzi, e invece non saranno in alcun modo incentivate a fare prestiti all'economia.

Avendo esaminato sin qui il funzionamento dell'unione monetaria Europea, le sue contraddizioni, i suoi effetti perversi e i punti di caduta degli interventi messi in campo per fronteggiare la crisi, di seguito si descrivono brevemente alcune possibili misure per la soluzione dei problemi che affliggono l'Eurozona.

Il punto di partenza è la revisione degli obiettivi statutarî della BCE: può una banca centrale di un'unica area valutaria accettare l'esistenza dello *spread* e, quindi, di tante curve diverse dei rendimenti governativi, tenuto conto di tutte le disfunzioni economico-finanziarie e dei paradossali trasferimenti di ricchezza tra i Paesi membri che un simile fenomeno consente e alimenta? Evidentemente no. Da fine 2012, è vero, gli *spread* si sono progressivamente sgonfiati, ma ancora oggi ogni Stato membro dell'area euro ha un differente costo del denaro. Lo scudo *anti-spread* non dovrebbe avere un obiettivo di riduzione degli *spread* intorno all'1%-2%, bensì un obiettivo tendenziale di *spread* nullo. Il perseguimento di un simile target non richiederebbe sconvolgimenti profondi nell'operato della BCE e, piuttosto, potrebbe avvenire rivisitando opportunamente gli strumenti già messi in campo dalla BCE per contrastare la crisi: *Outright Monetary Transactions*, *Quantitative Easing*, *Securities Market Programme*, *LTROs* e *T-LTROs* (cioè gli LTRO condizionati al finanziamento dell'economia reale). La rivisitazione di cui si sta parlando sarebbe chiaramente funzionale ad assicurare un'effettiva coerenza tra i mezzi utilizzati e il nuovo *zero-spread* target della BCE. Ad esempio, i programmi di acquisto della BCE dovrebbero prevedere l'esenzione dal pagamento degli interessi da parte dello Stato emittente o, in alternativa, la restituzione integrale a ciascuno Paese degli interessi pagati sui propri titoli di Stato comprati nell'ambito dei programmi medesimi. Ma soprattutto, i programmi di acquisto della BCE dovrebbero essere ispirati – come accade negli Stati Uniti con gli acquisti della FED – da una logica di *risk-sharing*, piuttosto che obbedire alle istanze di auto-tutela degli Stati le cui finanze pubbliche e le cui economie sono più forti per meriti propri ma anche per lo sfruttamento intensivo di rendite da posizione rese possibili dalle disfunzioni dell'Euro. In questa prospettiva sarebbe senza dubbio utile un massiccio programma di rifinanziamento del debito pubblico europeo caratterizzato da una piena mutualizzazione dei rischi e volto a ri-profilare in maniera decisiva le scadenze del debito pubblico dell'Eurozona e ad abbattere la spesa per interessi sia nel breve che nel medio-lungo termine. Il programma dovrebbe consentire ai Paesi dell'Eurozona di rifinanziare il loro debito pubblico sostituendo i titoli a

breve termini che vanno in scadenza con titoli a lungo termine acquistati dalla BCE per un controvalore pari al 40% del PIL aggregato dell'area euro (circa 4000 miliardi) e, ovviamente, non fruttiferi di interessi. L'ancoraggio al PIL come riferimento per determinare la quota di ciascun Paese potrebbe mitigare le resistenze tedesche finora rappresentate di fronte a interventi di natura analoga a quello proposto.

Il focus sulla BCE come istituzione-chiave per far ripartire l'Eurozona nasce da una constatazione molto semplice: la Banca Centrale Europea è l'unica istituzione completa e pienamente operativa all'interno dell'Eurozona (è noto che non esiste una seppur minima unione fiscale tra gli Stati membri). Né si può purtroppo fare affidamento sugli organi politici che, per evidenti motivi di tempistiche necessarie a conciliare le posizioni di ben 19 Stati differenti, impiegherebbero anni, se non decenni a rivedere i trattati, mentre come si è visto l'economia e la finanza operano con velocità assai maggiori. Peraltro, la dichiarazione credibile, da parte della BCE, di un cambiamento dei propri obiettivi (e, quindi, anche della natura dei propri interventi di politica monetaria) nella direzione di un azzeramento degli *spread* beneficerebbe di un immediato "rasserenamento" dei mercati che, come accaduto in passato in circostanze simili, si guarderebbero bene dal tentare attacchi speculativi contro un Paese in difficoltà sapendo di avere come controparte una banca centrale che ha il non trascurabile potere di stampare moneta! Anzi, è ragionevole attendersi che una dichiarazione credibile della BCE innescherebbe sui mercati strategie di negoziazione che favorirebbero la convergenza tra le curve dei rendimenti governativi dei diversi Paesi dell'Eurozona, così come accaduto negli anni precedenti l'avvio dell'euro.

La progressiva scomparsa degli *spread* e il ripristino di una curva unica dei tassi nell'Eurozona avrebbero positive ricadute sulle condizioni finanziarie dell'Eurozona, in primo luogo nella forma un aiuto prezioso ai Paesi più indebitati, come l'Italia, nella prospettiva di tornare su sentieri di maggiore sostenibilità del debito pubblico, specie se venissero attuati interventi come il sopra descritto programma di rifinanziamento del debito pubblico europeo. Ma non solo: l'azzeramento degli *spread* agevolerebbe anche un allineamento negli oneri finanziari sopportati dalle diverse manifatture europee, contribuendo pertanto a rimuovere quei gap di competitività che hanno marginalizzato l'industria di alcuni Paesi a vantaggio di quella di altri Paesi della medesima area valutaria.

Ulteriori interventi potrebbero essere approntati per rilanciare l'economia reale, e segnatamente per superare la stretta creditizia e far ripartire quella componente fondamentale del PIL di un Paese che sono gli investimenti. Richiamando in campo la BCE,

una prima misura potrebbe essere la ridefinizione dei *T-LTROs* con più chiare regole di *enforcement*, e in particolare con deterrenti efficaci per le banche che accedono ai prestiti della BCE e poi non utilizzano questa liquidità per fare credito all'economia. Allo stesso tempo, per incentivare (o, meglio, per non disincentivare) le banche a erogare credito sarebbe opportuno anche rivedere la disciplina sui requisiti di capitalizzazione, in modo da evitare che una banca che decida una ricomposizione del proprio portafoglio di attivi dai titoli di Stato ai crediti all'economia non venga penalizzata (o, almeno, non come accade attualmente) in termini di obblighi di maggiore capitalizzazione.

Sempre in tema di contrasto al *credit crunch*, positivi contributi potrebbero venire da una ripartenza “controllata” del mercato europeo degli *Asset Backed Securities* (ABS), cioè i titoli che impacchettano crediti bancari. Nell'autunno del 2014 la BCE ha avviato un programma di acquisto di questa tipologia di titoli che però è stato sinora asfittico per ragioni connesse sia allo scarso sviluppo di questo mercato nell'Eurozona sia alle regole piuttosto stringenti previste dalla BCE (tra cui istruttorie *case-by-case* preliminari all'acquisto di tranches di ABS già in possesso dei requisiti necessari di ammissibilità (*eligibility*). In questo contesto, il 25 settembre 2015 si è inserito un nuovo elemento: la BCE ha annunciato che le *tranche* ammissibili non sono solo quelle di alta qualità (*senior*) ma anche quelle di qualità intermedia (*mezzanine*) purché assistite dalla garanzia di un emittente sovrano con rating non inferiore a una certa classe (BBB- nella scala dell'Agenzia di rating Standard & Poor's). Il problema di questa decisione è che ancora una volta la Banca Centrale Europea discrimina gli emittenti sovrani dell'Eurozona sulla base della loro differente rischiosità. Gran parte di quanto illustrato in questa sede ha messo in evidenza che ogni volta che ci sono discriminazioni tra i Paesi della stessa area valutaria queste hanno determinato comportamenti speculativi dei mercati e impropri trasferimenti di ricchezza verso i Paesi *core* a scapito di quelli periferici già in difficoltà. Ciononostante, la decisione della BCE del 25 settembre 2015 continua sul solco infelice dei trattamenti differenziati. Al contrario, in linea con l'obiettivo di azzeramento degli *spread*, di fronte alla BCE gli Stati dell'Eurozona dovrebbero essere tutti uguali. La garanzia di un emittente sovrano (magari abbinata a quella di un'istituzione sovranazionale come la Banca Europea per gli Investimenti) permetterebbe – come illustrato in un lavoro Astrid a cura del sottoscritto, di Franco Bassanini, Edoardo Reviglio, Rainer Masera, Gino Del Bufalo e del compianto Giuseppe Zadra – di impacchettare negli ABS anche una quota minoritaria di crediti bancari in sofferenza continuando a mantenere un profilo di rischio contenuto e, quindi, anche i requisiti per accedere al programma di acquisti della BCE. In questo modo nei bilanci

bancari si libererebbe spazio prezioso per l'erogazione di nuovo credito a famiglie e imprese, peraltro senza bisogno di "inventarsi" soluzioni nazionali – come una *bad bank* partecipata dallo Stato che invece si porta dietro il rischio che a pagare per le perdite sui crediti problematici delle banche siano i contribuenti.

Come le altre proposte presentate in questa sede, anche la revisione del programma di acquisti di ABS nel senso appena spiegato sarebbe un importante intervento ispirato a una filosofia di gestione dei rischi non a livello nazionale ma Europeo, in modo da mettere a fattore comune la potentissima leva che l' unione monetaria rappresenta.

Purtroppo, le dichiarazioni di esponenti della BCE, le sue recenti decisioni e i vari *market rumors* sembrano indicare che, almeno per ora, la BCE non sia pronta a interventi come quello proposto, e sembri più orientata a un eventuale aumento dei titoli di Stato da acquistare nell'ambito del QE lanciato a marzo 2015. Standard & Poor's ha addirittura ventilato l'ipotesi di un quantitativo di acquisti più che raddoppiato con una proroga del programma dal 2016 al 2018. Sembra quel medico, non troppo bravo, che quando la medicina prescritta non guarisce il paziente, si illude di risolvere il problema raddoppiando la dose e sperando che funzioni, anziché fare un'analisi più accurata dei sintomi del paziente e delle cure più adatte a curarlo.

E con questa metafora medica concludo il mio intervento.

Grazie.