

ISSN 2420-8051

# GIURIMETRICA

RIVISTA DI DIRITTO, BANCA E FINANZA

ANNO 1 NUMERO 1 – GENNAIO/GIUGNO 2015

DIRETTORE RESPONSABILE  
Marco Rossi

DIREZIONE SCIENTIFICA  
Angelo Aldo Dolmetta  
Andrea Ferrari  
Giovanni Gallone  
Emilio Girino  
Giacchino La Rocca  
Massimo Lembo  
Maddalena Mandarà  
Marcello Minenna  
Giovanni Tartaglia Polcini  
Massimo Rossi  
Eugenia Tommasi di Vignano

## SOMMARIO

### PARTE PRIMA

#### OPINIONI

JOSÉ ANTONIO OCAMPO, <i>Dopo il dollaro</i> .....	1
MARCELLO MINENNA, <i>Anamnesi dell'euro e possibili cure</i> .....	4

#### SAGGI

GIOVANI TARTAGLIA POLCINI, <i>L'intricata vicenda dei derivati acquistati dal comune di Milano, tra diritto penale, diritto dei contratti e responsabilità degli enti ex d. l.gs 231 del 2001</i> .....	49
MARCO ROSSI, <i>Note sul dies a quo del termine di conservazione degli estratti conto bancari: rari nantes in gurgite vasto</i> .....	66
LISA FORMIS, <i>Analisi giurimetrica della determinatezza del piano di rimborso di un mutuo: la visione del matematico</i> .....	76

### PARTE SECONDA

#### GIURISPRUDENZA E MASSIME

Tribunale di Udine, Sez. II, 26 settembre 2014 .....	114
Tribunale di Firenze, Sez. III, 30 ottobre 2014, n. 2521 .....	124

## ANAMNESI DELL'EURO E POSSIBILI CURE

MARCELLO MINENNA\*

SOMMARIO: 1. Una valuta, un tasso di interesse. - 1.1. La Germanizzazione dei tassi di interesse dell'Eurozona. - 1.2. L'europeizzazione dei debiti pubblici dell'eurozona. - 2. La disgregazione della struttura a termine dei tassi dell'eurozona. - 2.1. La nazionalizzazione dei debiti pubblici dell'eurozona. - 2.2. L'intermediazione da spread. - 2.3. Le valute ombra. - 2.4. Il debito pubblico in valuta estera e la svalutazione "ombra. - 2.5. Il quanto spread e la "rottura" dell'euro. - 3. Determinanti del surplus commerciale tedesco. - 3.1. Il sistema di cambi fissi. - 3.2. L'impatto degli spreads. - 3.3. Il "vendor financing". - 4. Disfunzioni architettoniche - Il saldo target - 4.1. Il rischio sistemico annidato nel sistema di pagamenti target. - 4.2. La mutualizzazione del rischio di credito del sistema finanziario tedesco sull'eurozona. - 5. Gli interventi della Bce per fronteggiare la crisi finanziaria. - 5.1. Il securities market programme (smp). - 5.2. Le long term refinancing operations (ltro). - 5.3. Le outright monetary transactions (omt). - 5.4. Il quantitative easing (qe). - 6. Le cure per l'eurozona. - 6.1. La sospensione del pagamento degli interessi sui titoli governativi nel bilancio Bce. - 6.2. Il programma di rifinanziamento del debito pubblico europeo. - 6.3. Una proposta alternativa di monetizzazione.

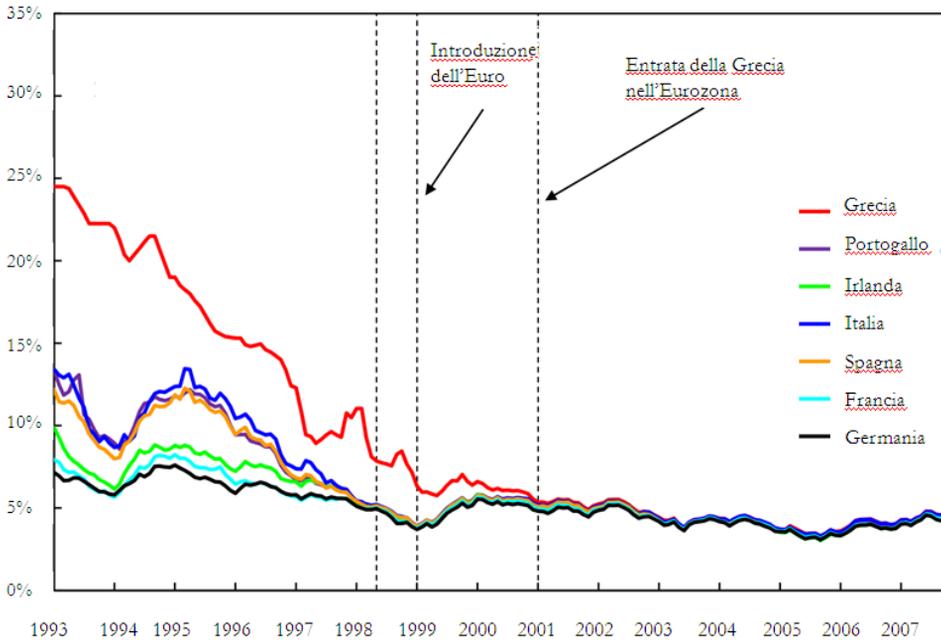
### 1. Un valuta, un tasso di interesse

Un'area valutaria richiede un'unica struttura a termine dei tassi di interesse. Il tasso di interesse, infatti, definisce il costo del denaro su diverse scadenze e quindi la metrica di base per il funzionamento e le relazioni di equilibrio di un sistema finanziario. Tra due aree valutarie sono sempre i tassi di interesse che definiscono relazioni di parità attraverso il tasso di cambio.

Non è quindi un caso che con la partenza dell'Euro si sia assistito ad una convergenza dei tassi di interesse dei diversi Paesi che avrebbero costituito l'Eurozona (**figura 1**).

---

\* Professore a contratto di Finanza matematica all'Università Bocconi e Responsabile dell'Ufficio Analisi Quantitative e Innovazione Finanziaria della CONSOB.



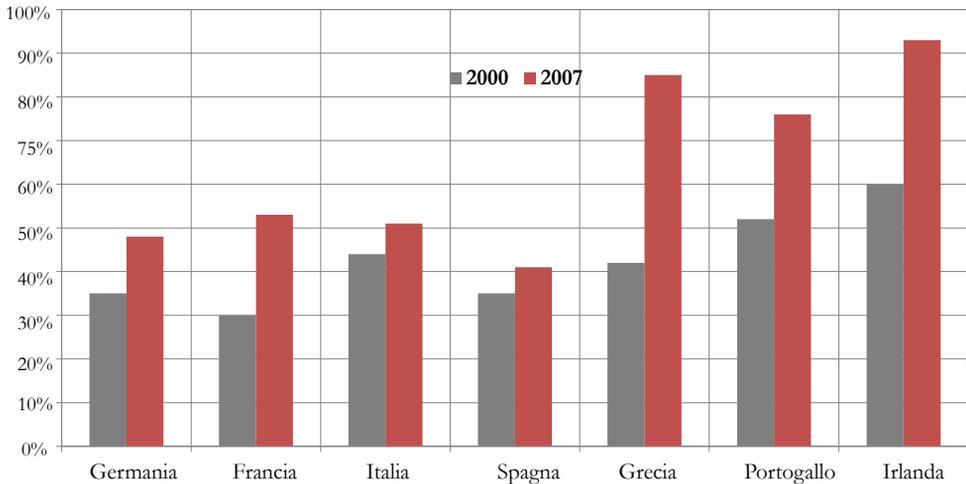
**Figura 1.** Convergenza del tasso di interesse dei titoli di stato a 10 anni emessi dai paesi dell'EZ.

### 1.1. La Germanizzazione dei tassi di interesse dell'Eurozona

In questo processo di convergenza un ruolo chiave è stato svolto dalla regolamentazione che – attraverso le direttive sulla misurazione dei rischi per banche (Basilea), assicurazioni (Solvency) e fondi comuni di investimento (UCITs) – ha stabilito l'identità dei rischi dei debiti sovrani dell'Eurozona. Questa identità ha orientato i comportamenti degli operatori sui mercati finanziari che hanno posto in essere operazioni di «quasi-arbitraggio» sui titoli di Stato dei Paesi che avrebbero costituito l'Eurozona (non a caso denominate «*convergence trades*»). Tali operazioni sono state alla base della germanizzazione della curva dei tassi dell'euro. Infatti, la «finanza» – certa delle regole che non discriminavano i rischi dei vari debiti sovrani europei e del ruolo di garanzia svolto su tale aspetto dalla Banca Centrale Europea – vendette i titoli di Stato con i rendimenti più alti e comprò quelli con i rendimenti più bassi sino a quando tutti i titoli di Stato europei presentarono il medesimo rendimento dei titoli di Stato tedeschi.

## 1.2. L'uropeizzazione dei debiti pubblici dell'Eurozona

Questa operatività si trasformò dopo la partenza dell'euro in un acquisto indiscriminato da parte dei sistemi bancari dell'Eurozona dei titoli di Stato dei vari Paesi membri determinando un fenomeno di europeizzazione dei vari debiti pubblici dell'EZ<sup>1</sup> (figura 2).



**Figura 2.** Confronto, per paese, della variazione percentuale di debito pubblico detenuto dagli altri paesi membri nel 2000 e nel 2007.

Va da sé che tale fenomeno allargò le possibilità di spesa dei vari Paesi membri e consentì un aumento della correlazione dei cicli economici altrimenti difficilmente realizzabile.

## 2. La disgregazione della struttura a termine dei tassi dell'Eurozona

L'esplosione della bolla immobiliare americana amplificata dall'abuso di derivati e dal *default* di *Lehman Brothers* nel 2008 portò in evidenza i limiti della regolamentazione e delle tecniche di misurazione del rischio di credito.

Il rischio di credito nell'Eurozona era omogeneo solo nei testi delle direttive; i Paesi membri avevano beneficiato della germanizzazione dei tassi di interesse e della europeizzazione dei debiti pubblici ma non avevano messo in atto quelle riforme strutturali necessarie a garantire la convergenza sostanziale delle economie.

<sup>1</sup> cfr. Glossario.

L'interconnessione globale che la «finanza» aveva raggiunto a partire dagli anni '90 trasferì rapidamente la crisi nell'Eurozona trovando in tale area valutaria la «tempesta perfetta».

A questo si aggiunge che a ridosso del primo fallimento bancario europeo, la IKB tedesca nel 2009, il governo tedesco precisò che ogni Paese membro avrebbe fatto fronte alle proprie crisi bancarie. La «Finanza» iniziò quindi a comprendere che l'Euro sistema era un'architettura unitaria e omogenea solo sulla carta e quindi correttamente iniziò ad apprezzare differente rischio di credito dei vari titoli governativi attraverso uno *spread*.

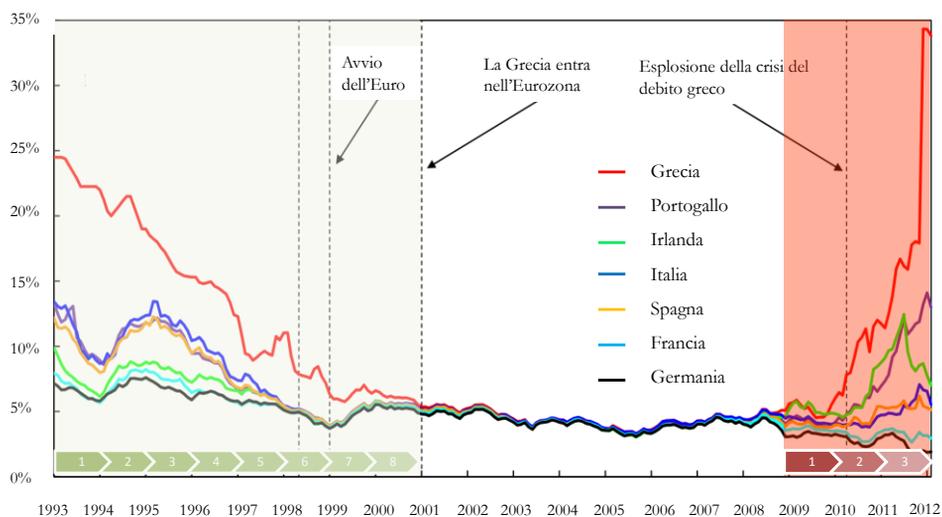
Tale *spread* aveva un'importante ripercussione anche sul mercato interbancario dei pronti contro termine; il tasso di interesse era differente in base al titolo di Stato posto a garanzia dell'operazione. In altri termini le banche discriminavano il collaterale (i.e. il titolo di Stato posto a garanzia dell'operazione) chiedendo in base alla rischiosità del Paese membro un maggiore rendimento.

A rafforzare questo clima di incertezza sulla tenuta dell'Euro sistema, nel febbraio 2011, la BCE – quasi volendo prendere atto della disomogeneità tra i paesi dell'Eurozona – decise di conformarsi alla pratica di discriminazione dei collateralizzati effettuata sul mercato interbancario. A garantire l'uguaglianza dei rischi dei debiti sovrani dell'Eurozona veniva quindi a mancare anche il supporto della Banca Centrale. Questa decisione non poté che essere interpretata dagli operatori sui mercati finanziari come l'assenza di una politica istituzionale in grado di difendere l'esistenza dell'Euro. La «finanza» cominciò quindi a scommettere sulla tenuta dell'Eurozona e a tale fine «attaccò» l'Italia in quanto Paese membro che per dimensione di PIL<sup>2</sup> e debito in caso di fallimento avrebbe potuto «rompere» l'euro. A nulla oramai poteva servire nell'estate dello stesso anno la revoca del provvedimento di febbraio 2011.

In poco meno di tre anni la «finanza» disgregava l'unicità della struttura a termine dei tassi dei Paesi membri dell'Eurozona che aveva costruito in quasi un decennio (**figura 3**).

---

<sup>2</sup> cfr. Glossario.



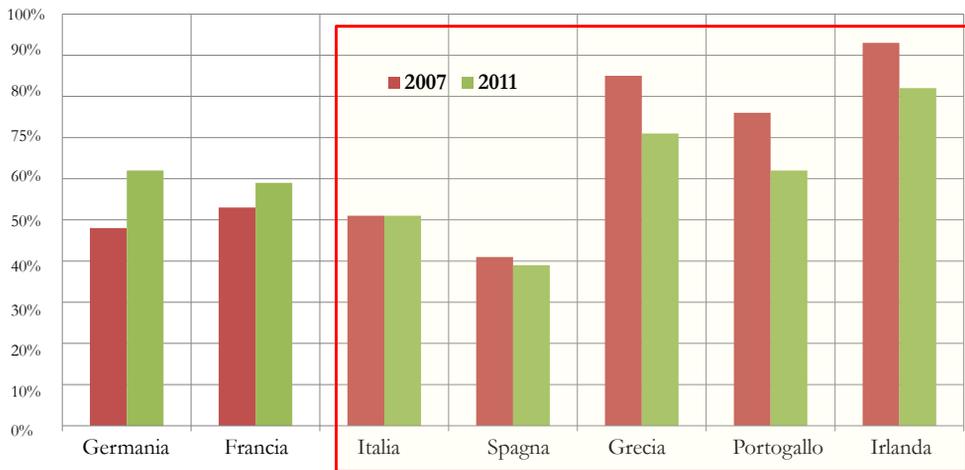
**Figura 3.** Divergenza dei tassi di interesse dei titoli di stato a 10 anni emessi dai paesi dell'EZ.

I *mass media* avallarono il fenomeno attribuendo al differenziale di rendimento rispetto al titolo governativo tedesco (*spread*) addirittura il ruolo di «termometro» dello stato di salute dell'economia dei vari Paesi membri e procedendo con comunicazioni giornaliere di tale valore. Lo *spread* rappresenta invece una contraddizione in termini rispetto al concetto stesso di area valutaria ed esprime l'incapacità di interventi istituzionali in grado di superare i nazionalismi dei vari Paesi membri; in un'area valutaria non possono coesistere infatti 26 differenti curve dei tassi di interesse.

## 2.1. La nazionalizzazione dei debiti pubblici dell'Eurozona

Nel momento in cui il sistema bancario discrimina i titoli di Stato in base al Paese membro di provenienza emerge da un lato l'esigenza di possedere quelli con minore rischiosità (il c.d. *flight to quality*) e dall'altro di «scaricare» sul mercato quelli dei Paesi dell'Eurozona più rischiosi che ovviamente vengono acquistati dalle banche di quello Stato.

Si passa quindi dall'europeizzazione alla nazionalizzazione del debito pubblico; ai sistemi bancari nazionali è richiesto di farsi carico dei rischi dei propri debiti pubblici (**figura 4**).



**Figura 4.** Confronto, per paese, della variazione percentuale di debito pubblico detenuto dagli altri paesi membri nel 2007 e nel 2011.

Questo fenomeno presenta numerosi ed evidenti profili di criticità; primo tra tutti il fatto che il rischio di credito di un Paese membro diviene perfettamente correlato a quello del suo sistema bancario.

Questa prospettiva fornisce una chiave di lettura della grave crisi finanziaria della Spagna nel 2012. Perlomeno da due anni al sistema bancario spagnolo era stato chiesto di acquistare i propri titoli di Stato «scaricati» sul mercato dagli altri Paesi. Tale sforzo – tenuto conto della dimensione contenuta del debito pubblico spagnolo soprattutto se paragonata al PIL – avrebbe dovuto essere assolutamente sostenibile; senonché, a causa dell’assommarsi delle perdite sui debiti privati dovute alla crisi, la Spagna ha assistito al sostanziale *default* del proprio sistema bancario ed ha necessitato di quasi 100 miliardi di euro di liquidità fornita in parti eguali dalla BCE e dal «fondo salva-Stati».

## 2.2. L’intermediazione da spread

Il fenomeno della discriminazione dei collateralizzati sul mercato interbancario dei pronti contro termine determina fonti di guadagno prive di rischio basate sull’intermediazione dello *spread* e la BCE in qualità di «omogeneizzatore» del rischio di credito dei debiti sovrani diviene il soggetto che ne garantisce il regolamento.

La Banca Centrale Europea, infatti, per il suo ruolo, non dovrebbe effettuare discriminazioni tra i titoli governativi dei diversi paesi dell’EZ (dovrebbe cioè finanziare una banca dell’EZ in maniera omogenea a prescindere dal titolo governativo che viene portato a garanzia dell’operazione di finanziamento). Nella realtà la

BCE effettua delle discriminazioni ma comunque di portata inferiore a quelle realizzate dal mercato interbancario (cioè identifica dei rendimenti differenziati in base al titolo governativo ma comunque con *spread* più contenuti di quanto avviene sul mercato interbancario).

Ne discende che quando le banche degli EZPC<sup>3</sup> esauriscono la loro possibilità di richiesta di finanziamento presso la BCE e devono quindi rivolgersi al mercato *repo*<sup>4</sup> usando i loro titoli governativi come collaterale, vengono discriminate dalle banche degli EZCC<sup>5</sup> applicando degli *spread*.

I titoli governativi ricevuti a garanzia del finanziamento erogato agli EZPC vengono utilizzati dalle banche degli EZCC quale garanzia per operazioni di finanziamento in BCE. La BCE applica *spread* più contenuti rispetto a quelli che gli EZCC hanno applicato agli EZPC con la conseguenza di realizzare un guadagno privo di rischio.

In queste condizioni, la BCE non è riuscita a garantire la parità di trattamento tra i paesi dell'EZ trasformandosi così in una *cash-cow* per il sistema finanziario dei paesi *core* ed in particolare della Germania.

### 2.3. Le valute ombra

Il mercato interbancario dell'Eurozona presenta quindi con il propagarsi della crisi un'operatività che non adotta la struttura a termine dei tassi di interesse dell'euro in quanto applica *spread* che riflettono perlomeno le differenti rischiosità dei diversi Paesi membri.

Tenuto conto che le transazioni finanziarie in media in Europa rappresentano dieci volte l'economia reale ciò significa che la «finanza» ha già abbandonato l'euro e regola le proprie transazioni in euro-lire laddove lo *spread* rifletta il rischio-Italia, o in euro-pesetas se riferite al rischio-Spagna e così via dicendo.

Questa intuizione può essere affrontata con più puntualità rammentando che gli equilibri dei flussi finanziari tra due aree valutarie si riflettono attraverso il tasso di cambio e il differenziale tra i tassi di interesse. Il differente costo del denaro, oltre ad esprimere la rischiosità di un'area valutaria rispetto all'altra qualifica delle opportunità finanziarie che vengono normalizzate attraverso movimenti del tasso di cambio. Se è infatti più conveniente investire in un Paese specifico ci sarà un eccesso di domanda di valuta di quel Paese con la conseguenza che il tasso di cambio si apprezzerà e quindi si ridurrà la convenienza ad investire.

Senza perdite di generalità si può affermare che prima della nascita dell'euro, prendendo ad esempio Italia e Germania, il differenziale di rendimento tra il BTP<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> cfr. Glossario.

<sup>4</sup> cfr. Glossario.

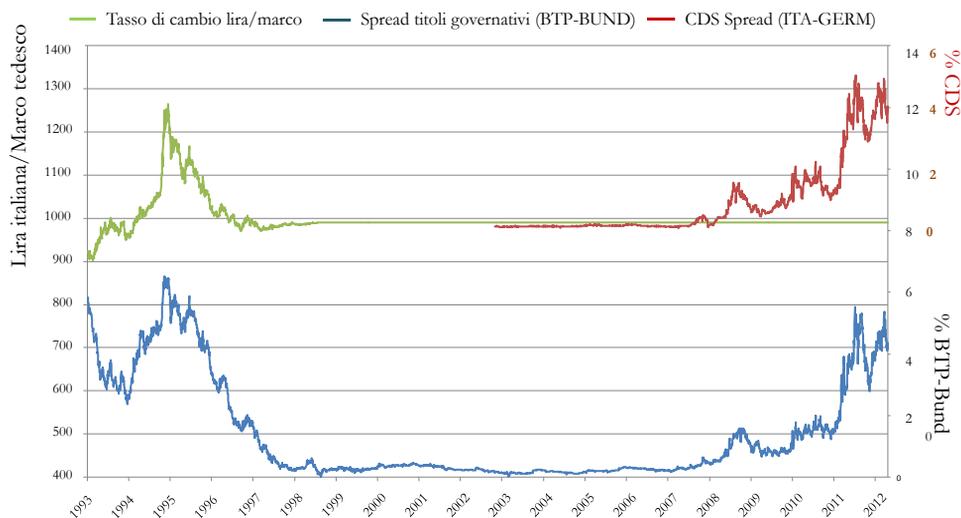
<sup>5</sup> cfr. Glossario.

<sup>6</sup> cfr. Glossario.

e il BUND<sup>7</sup> ed il tasso di cambio lira-marco qualificavano complessivamente le dinamiche anche di rischiosità tra le due economie (**figura 5-sx**); l'andamento dello *spread* BTP-BUND determinava quindi movimenti nel tasso di cambio lira-marco e viceversa.

Ad esempio, nell'ipotesi che Italia e Germania avessero lo stesso rischio-Paese, è evidente che un differente rendimento dei titoli di Stato esprimeva *de facto* l'impatto del tasso di cambio tra le due valute che rende il BUND più costoso del BTP.

Non a caso quindi dopo la nascita dell'Euro l'assenza di un tasso di cambio e la mancanza di una valutazione differenziata del merito di credito tra Italia e Germania hanno comportato l'azzeramento dello *spread* BTP-BUND (**figura 5-cx**).



**Figura 5.** Tasso di cambio, spread dei titoli governativi e dei CDS: Italia vs Germania.

A partire dalla crisi del 2007 e dal conseguente apprezzamento da parte dei mercati finanziari delle differenti rischiosità dei debiti pubblici dei vari Paesi membri dell'EZ, è riemerso nuovamente lo *spread* che contrariamente al passato ed in mancanza di un tasso di cambio è diventato un mero indicatore delle dinamiche del rischio di credito differenziale con la Germania.

La «finanza» ha ulteriormente isolato tale componente di rischio da quella parte connessa all'impegno di liquidità per acquistare il titolo di Stato in modo da avere una sua stima ancora più puntuale attraverso il differenziale tra i premi pagati sui CDS<sup>(8)</sup> relativi al debito governativo italiano ed a quello tedesco (**figura 5-dx**).

È però evidente che ipotizzando in astratto che il BTP e il BUND presentino la medesima rischiosità, la maggiore onerosità del BUND rispetto al BTP (espressa dallo *spread* BTP-BUND) sarebbe semplicemente il riflesso di un deprezzamento

<sup>7</sup> cfr. Glossario.

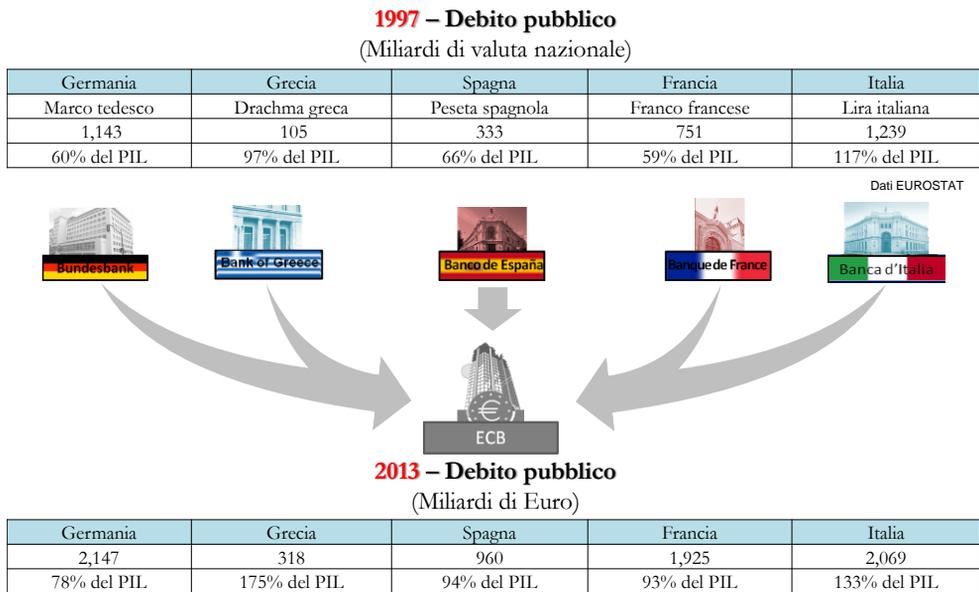
<sup>8</sup> cfr. Glossario.

di un teorico tasso di cambio tra euro-lire e euro-marchi che ha reso l'attività finanziaria tedesca notevolmente più costosa; la *proxi* di questo tasso di cambio, per quanto precede, sarebbe il CDS-*spread*.

Quest'ultima grandezza finisce per svolgere, infatti, un ruolo di tasso di cambio «ombra» tra i due Paesi analogo per quanto possibile – tenuto conto della circostanza di condividere un'unica valuta – a quello svolto dal tasso di cambio lira-marco.

## 2.4. Il debito pubblico in valuta estera e la svalutazione «ombra»

L'impatto delle valute ombra non rimane confinato all'operatività del sistema bancario e si trasmette ai debiti pubblici dell'EZ in quanto viene amplificato dalla perdita della sovranità monetaria delle Banche centrali nazionali a favore della BCE. L'impossibilità per i singoli Paesi membri di controllare la loro offerta di moneta comporta *de facto* l'impossibilità di qualsivoglia intervento funzionale a “gestire” il debito pubblico. Tale circostanza in altre aree valutarie si verifica allorché il debito pubblico sia denominato in una valuta estera (**figura 6**).



**Figura 6.** Ridenominazione del debito pubblico dalle divise nazionali in euro.

Quest'ultimo profilo mostra come ciascun Paese membro dell'EZ debba considerarsi dal punto di vista “gestionale” in valuta estera. In questa prospettiva, lo *spread* rappresenta la stima di mercato dell'iniziale svalutazione della «valuta ombra», che diverrebbe reale in caso di rottura dell'Euro. In tale circostanza infatti,

ogni Stato recupererebbe la sovranità sul proprio debito e deciderebbe di ridenominarlo in una nuova valuta ottenendo una svalutazione implicita.

Tale considerazione qualifica un rilevante profilo di criticità, tenuto conto che l'esperienza storica insegna che laddove il debito in valuta estera superi il 70% del rapporto debito/PIL è assai probabile un *default*. In particolare, circa il 36% dei *default* si è realizzato quando il peso del debito pubblico espresso in valuta straniera ammontava approssimativamente al 70% del PIL (**figura 7**).

	Anno di default	Debito pubblico in valuta estera/PIL
Argentina	1982	55.1%
	2001	50.8%
Iran	1992	41.8%
Messico	1982	46.7%
Russia	1991	12.5%
	1998	58.5%
Turchia	1978	21.0%
Venezuela	1982	41.4%
.....	.....	.....
<b>% di 36 casi di default di debito in valuta estera tra il 1970 e il 2008</b>		<b>69.3%</b>

### 2013 – Debiti pubblici (Miliardi di Euro)

Germania	Grecia	Spagna	Francia	Italia
2,147	318	960	1,925	2,069
78% del PIL	175% del PIL	94% del PIL	93% del PIL	133% del PIL

**Figura 7.** Il debito pubblico in valuta estera diventa insostenibile quando raggiunge il 70% del PIL.

L'esame di tale grandezza per i principali Paesi dell'EZ fa riflettere sulla potenziale problematicità di quest'aspetto, dato che a parte la Germania gli altri principali Paesi membri sono largamente sopra tale percentuale.

## 2.5. Il quanto spread e la «rottura» dell'euro

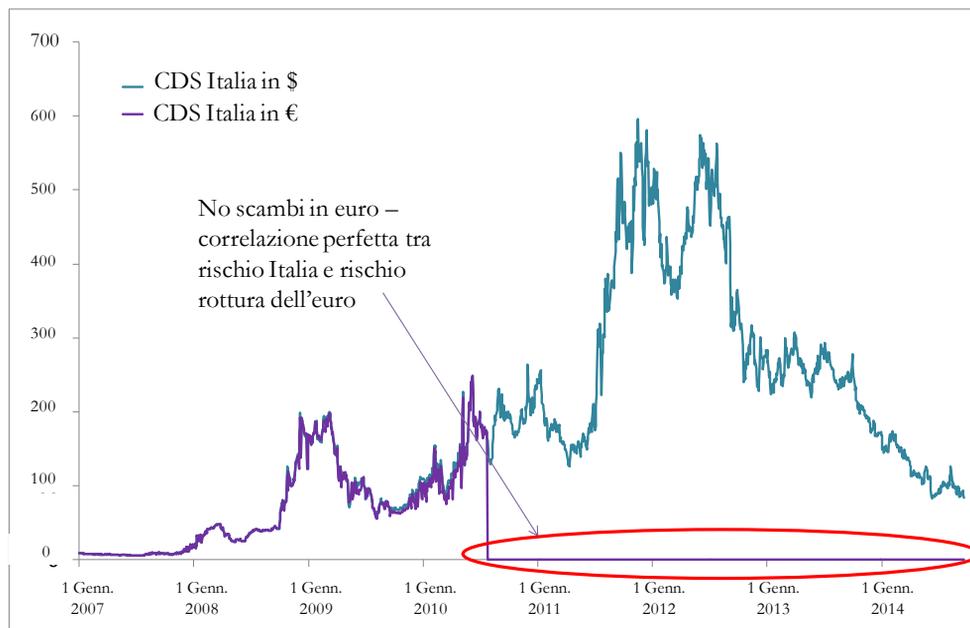
Un ulteriore fenomeno di rilievo è emerso nel corso della crisi finanziaria che ha portato all'allargamento degli *spread*, al consolidamento della valute ombra ed alla nazionalizzazione del debito pubblico: la sospensione della quotazione dei CDS denominati in Euro.

In un contesto normale come quello pre-crisi, i CDS dell'EZ erano correntemente denominati non solo in Euro, ma anche in Dollari o Yen: anche i CDS sugli USA vengono tutt'ora scambiati in valute differenti dal Dollaro.

In via ipotetica infatti, se il governo americano fallisce sarebbe molto probabile che anche il Dollaro subisca un'improvvisa e drastica svalutazione e questo danneggerebbe gli acquirenti del CDS in Dollari che si ritroverebbero liquidati in una valuta che ha perso una significativa parte del proprio valore. Al contrario un CDS USA denominato in Euro sarebbe immune da questo effetto collaterale avverso connesso con il *default* del governo americano. Ne discende che il CDS USA quotato in Euro fornisce una protezione maggiore rispetto a quello in Dollari, e per questo il suo *spread* (ovvero il premio pagato) è più elevato. Il differenziale di *spread* tra i due CDS (in Dollari e in Euro) è altrimenti definito *quanto spread*.

Anche nell'EZ fino al 2010 si è assistito ad un fenomeno simile: dapprima gli *spread* dei CDS dell'EZ denominati in Euro ed in Dollari erano quasi identici; poi si è creato uno scollamento con il CDS in Dollari che valeva di più, per via della maggiore protezione offerta contro la svalutazione dell'Euro a seguito del *default* di uno dei Paesi membri.

Nel 2010, dopo l'esplosione della crisi del debito greco, un nuovo fenomeno è emerso: il CDS Italia in Euro ha smesso di essere quotato (**figura 8**), ed è stato possibile solo acquistare CDS denominati in Dollari.



**Figura 8.** Andamento delle quotazioni del CDS Italia denominato in Euro ed in Dollari.

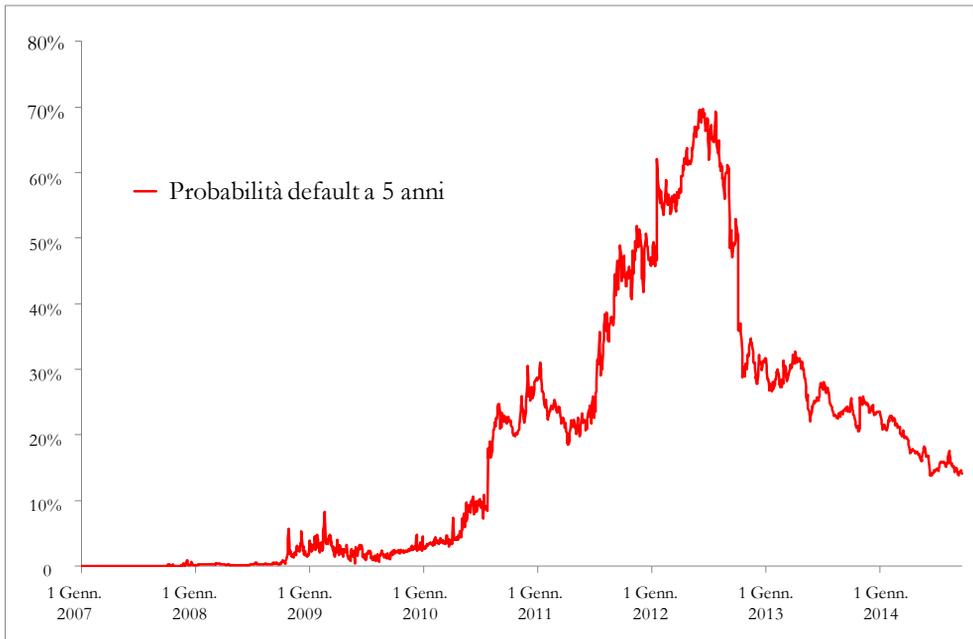
Nel 2012 anche i CDS di Francia, Spagna e Germania denominati in Euro hanno interrotto a singhiozzo le negoziazioni in corrispondenza del periodo della crisi acuta del sistema bancario spagnolo. Dopo una breve ripresa delle negoziazioni, nel 2013 i CDS denominati in Euro dei principali Paesi dell'EZ sono scomparsi dal mercato finanziario.

Questo fenomeno è spiegabile se si ritiene probabile che il *default* di un grande Paese dell'EZ possa provocare non solo una svalutazione della moneta unica, ma addirittura una sua completa rottura. In quel caso infatti il CDS denominato in Euro non offrirebbe alcuna protezione all'acquirente e si porrebbe un serio problema di conversione del valore di liquidazione in un'altra ipotetica valuta (*convertibility risk*) diversa dall'Euro. Si instaura dunque una correlazione perfetta tra il rischio di *default* di un Paese e la rottura della moneta unica.

Non è un caso che il primo CDS denominato in Euro ad essere discontinuato sia stato quello sull'Italia: per dimensioni dell'economia e per consistenza del debito, l'Italia era il Paese che maggiormente poteva danneggiare la moneta unica in caso di *default*. La crisi spagnola ha poi evidenziato una forte interconnessione tra i sistemi bancari europei, tale per cui il *default* di qualsiasi grande economia avrebbe avuto impatti irreversibili sulla tenuta dell'unione monetaria; di conseguenza anche i CDS denominati in Euro degli altri Paesi hanno interrotto le negoziazioni. Attualmente rimane attivo solo il mercato dei CDS denominati in Dollari.

Ciascun *quanto spread* può essere interpretato anche in termini di probabilità di *default* implicita nei dati di mercato; in questa prospettiva esso identifica il contributo marginale di ogni Paese all'evento di rottura dell'Euro. Allo stesso modo l'assenza di negoziazioni di CDS denominati in Euro implica che il CDS in Dollari incorpora ora anche il rischio di rottura dell'Euro e di conseguenza può essere utilizzato per un calcolo approssimato della probabilità di questo evento.

Una valutazione integrata dei dati relativi ai *quanto spread* consente pertanto di ottenere una stima approssimata dell'evento di rottura dell'Euro. Per esempio, il rischio di una dissoluzione della moneta unica entro 5 anni ha raggiunto picchi del 70% a metà 2012 (**figura 9**) nel momento più difficile della crisi del sistema bancario spagnolo. Non è un caso che nello stesso periodo Sir Mervyn King (Banca d'Inghilterra) dichiarò che "l'Eurozona non sarebbe emersa intatta dalla crisi finanziaria".

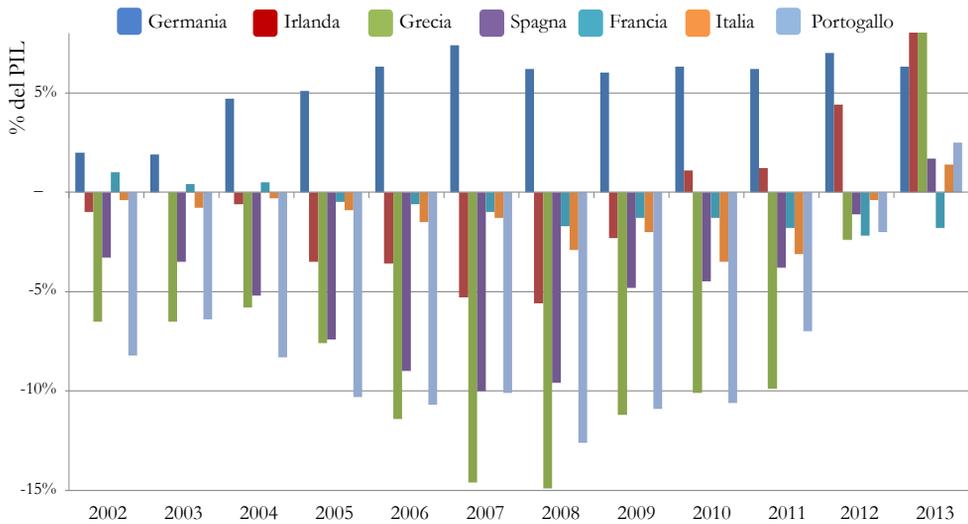


**Figura 9.** Probabilità di rottura dell'Euro entro 5 anni estrapolata dai *quanto spread* sui CDS dell'EZ.

A seguito dell'avvio dello «scudo *anti spread*» (noto anche come OMT, *Outright Monetary Transactions*) da parte di Draghi nel settembre 2012 e delle concomitanti espansioni monetarie di Usa e Giappone, la probabilità di rottura dell'Euro è crollata su valori più contenuti (intorno al 30%), per poi declinare lentamente nel corso del 2013 e 2014 sulla scia della normalizzazione delle condizioni finanziarie dell'EZ.

### 3. Determinanti del surplus commerciale tedesco

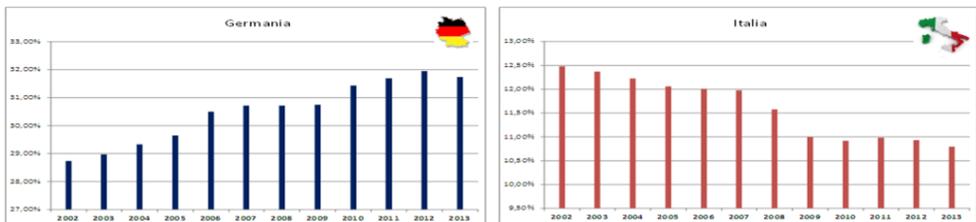
Dal 2002 fino al 2012 si è assistito alla compresenza di un persistente *surplus* commerciale tedesco e di un *deficit* di quasi tutti gli altri Paesi dell'Eurozona (**figura 10**); questo *trend* si interrompe nel 2013 con un *surplus* degli EZPC espressione però non di un sostanziale miglioramento delle loro bilance commerciali bensì della riduzione delle importazioni determinato dal crollo della domanda interna.



**Figura 10.** Andamento della Bilancia commerciale dei principali Paesi dell'eurozona (Eurostat 2002 – 2013).

La risultante di questo importante dato della bilancia commerciale tedesca diviene più evidente isolando il dato dell'*export* e confrontandolo con l'Italia, il secondo Paese per produzione manifatturiera nell'Eurozona; i due Paesi mostrano *trend* speculari (**figura 11**).

Questo straordinario risultato della Germania, che non trova paragoni nel dopoguerra in nessun'altra parte del mondo, ha diverse spiegazioni non solo riconducibili alle maggiori capacità del loro sistema produttivo.



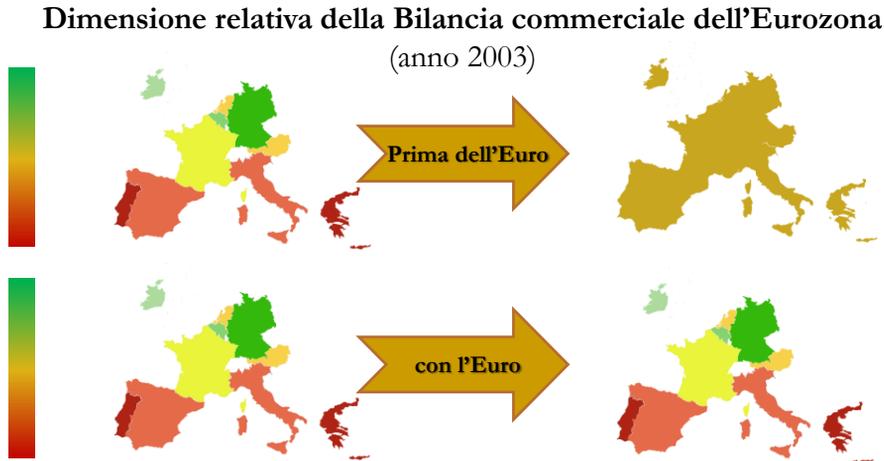
**Figura 11.** Trend dell'*export* verso il resto del mondo di Germania e Italia.

### 3.1. Il sistema di cambi fissi

L'esistenza di *surplus* commerciali permanenti tra due aree valutarie con sistema di cambi flessibili non trova giustificazione economica. Infatti, il *surplus* di un Paese avrebbe come contraltare un eccesso di domanda della sua valuta con conseguente apprezzamento del tasso di cambio; di talché i prodotti del Paese in

*surplus* diverrebbero relativamente più costosi e pertanto si normalizzerebbe la bilancia commerciale (**figura 12-supra**).

Questa dinamica purtroppo non trova applicazione nell'Eurozona in quanto i vari Paesi condividono la stessa valuta e quindi è come se operassero in un regime di cambi fissi (**figura 12-infra**).



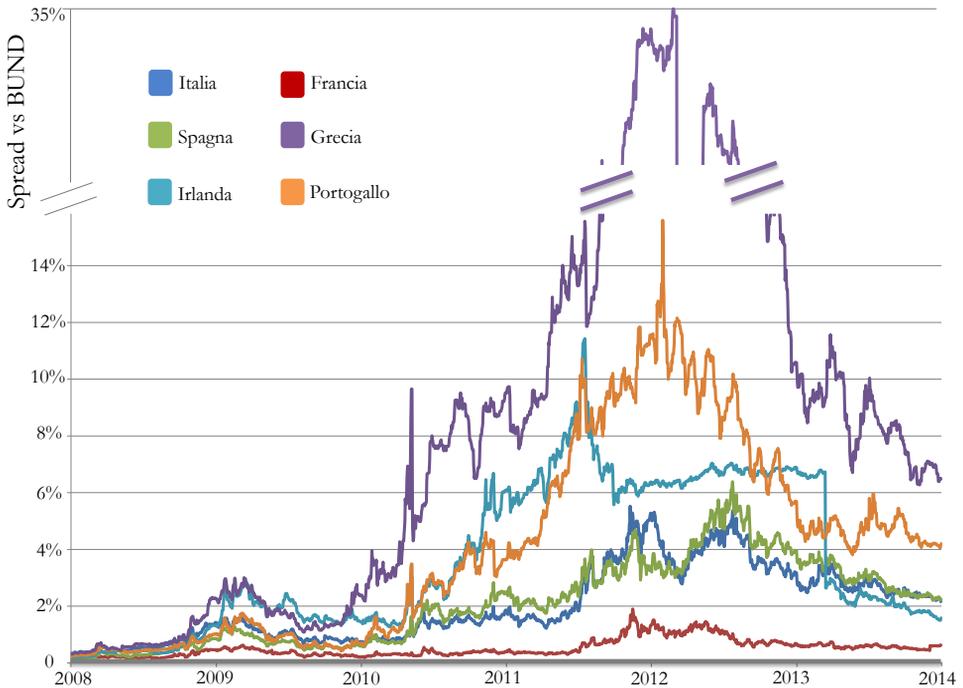
**Figura 12.** Simulazione delle dinamiche della bilancia commerciale dell'Eurozona prima e dopo l'euro.

L'euro nella prospettiva di un sistema valutario a cambi fissi offre pertanto una prima spiegazione del *surplus* commerciale tedesco osservato per oltre un decennio.

### 3.1. L'impatto degli spreads

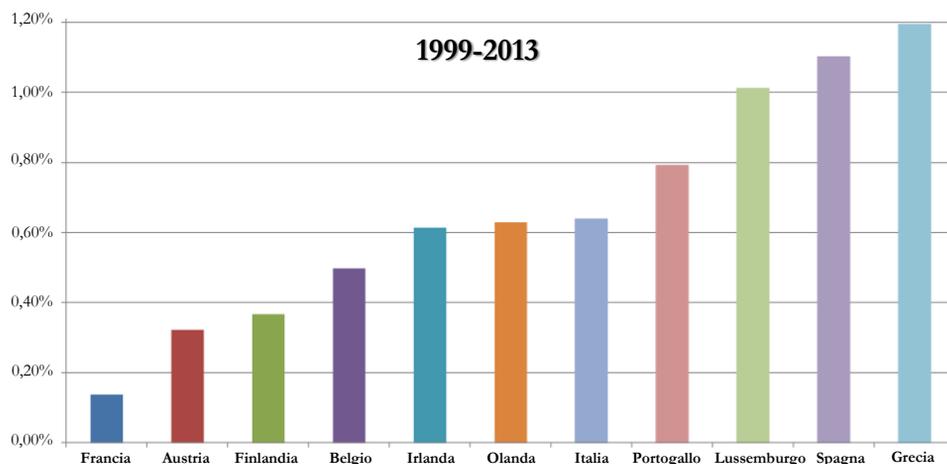
A partire dal 2008 è stata osservata la persistenza nel tempo di *spread* elevati sui titoli governativi degli EZPC rispetto a quelli degli EZCC, al picco della crisi addirittura a due cifre. Tale circostanza ha contribuito inevitabilmente ad aumentare le spese per interessi che il settore manifatturiero degli EZPC ha dovuto sostenere determinando quindi una fonte di divario competitivo (**Figura 13**).

Questa alterazione di carattere finanziario sui meccanismi competitivi dell'industria manifatturiera europea si aggiungeva ad una situazione già compromessa nella medesima prospettiva dai differenziali di inflazione presenti nell'Eurozona.



**Figura 13.** Differenziale di interesse sui titoli Governativi di alcuni Paesi dell’EZ rispetto alla Germania.

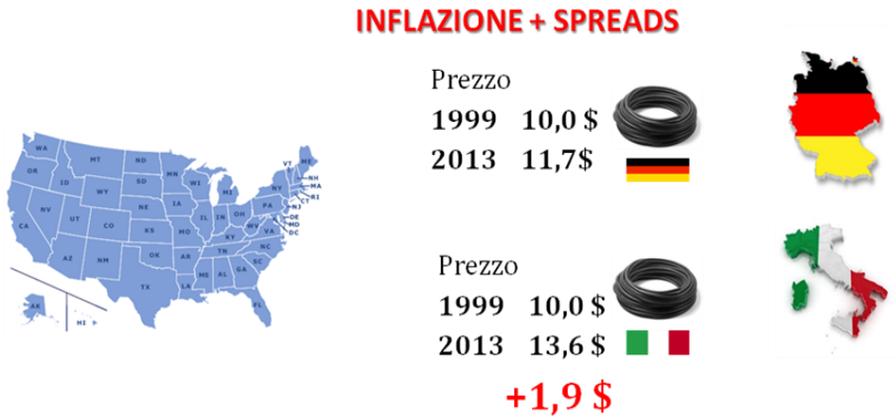
Infatti, nonostante l’appartenenza ad una area valutaria come l’euro in cui la BCE ha un obiettivo di inflazione massima impostato al 2%, i vari Paesi membri dell’EZ hanno presentato valori di inflazione tra loro eterogenei e comunque sempre tendenzialmente più alti di quelli tedeschi; ad esempio per l’Italia e la Spagna si sono cumulati nel tempo differenze positive rispetto alla Germania su base annua tra lo 0,6% e l’1,1% (**Figura 14**).



**Figura 14.** Differenziale di inflazione media annua tra alcuni Paesi dell'EZ e la Germania.

L'impatto degli *spread* sugli oneri finanziari da sostenere per supportare la produzione, laddove non hanno potuto essere controbilanciati da una compressione dei salari ovvero da delocalizzazione della produzione, sono stati trasferiti inevitabilmente sui prezzi di vendita dei prodotti. Tenuto conto che larga parte del PIL è costituita da prodotti perfettamente sostituibili si è determinato un incolmabile vantaggio competitivo per la Germania in termini di riduzione degli oneri finanziari per finanziare la produzione manifatturiera.

Per comprendere meglio questa dinamica, si consideri, ad esempio l'acquisto nell'EZ di fibra ottica – cioè di un prodotto la cui concorrenza è sostanzialmente sul prezzo – da parte di un'impresa Statunitense. Prima dell'entrata nell'euro si ipotizzi un prezzo di \$ 10 sia da parte di un'impresa tedesca che da parte di un'impresa italiana. Trasferendo sul prezzo di vendita i maggiori oneri finanziari dovuti allo *spread* BTP-BUND ed al differenziale di inflazione, nel 2013 l'impresa ubicata in Germania è in grado di vendere il prodotto a circa il 20% in meno di quanto può fare la sua concorrente italiana; ovviamente il tasso di cambio è neutrale condividendo Italia e Germania la valuta euro (**figura 15**).



**Figura 15.** Gap competitivo tra i paesi dell'Eurozona.

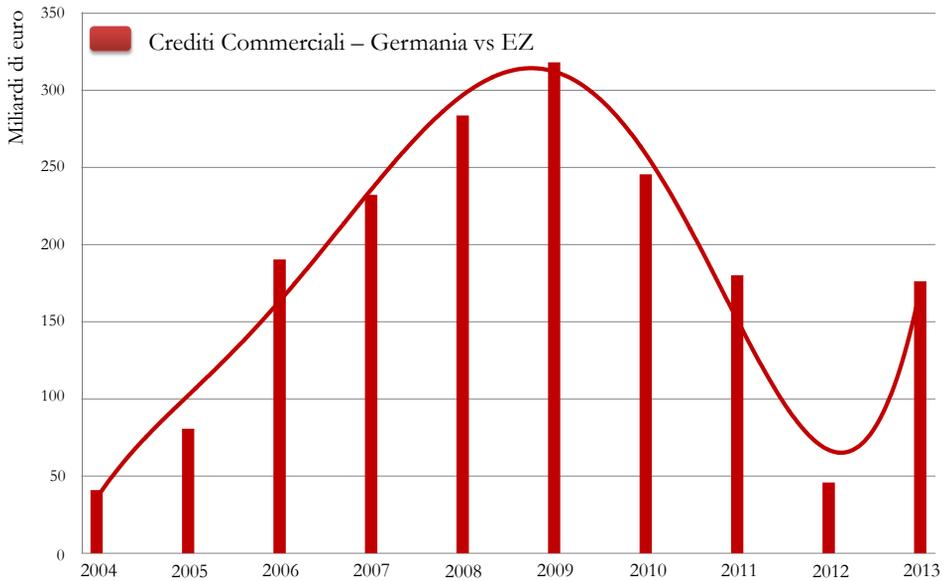
Gli *spreads* forniscono quindi un'ulteriore spiegazione del *surplus* commerciale tedesco osservato per oltre un decennio.

### 3.2. Il «*vendor financing*»

L'esame dell'andamento dei crediti commerciali erogati dal sistema bancario tedesco a favore dell'EZ consente di verificare se a sostenere il *surplus* commerciale tedesco vi sia anche stato un fenomeno di *vendor financing* cioè di finanziamento della domanda interna europea per sostenere l'offerta del proprio sistema produttivo.

All'interno della medesima area valutaria, infatti, in presenza di un cambio fisso e di un vantaggio competitivo strutturale derivante da minori oneri finanziari è evidente che uno schema di *vendor financing* trovi “terreno fertile”.

I crediti commerciali mostrano un andamento ciclico negli ultimi 10 anni (**figura 16**); fino al 2010 cresce l'esposizione al rischio di credito verso l'EZ delle banche tedesche sino ad un livello di oltre 300 miliardi di euro confermando quindi un'operatività di *vendor financing* della Germania.



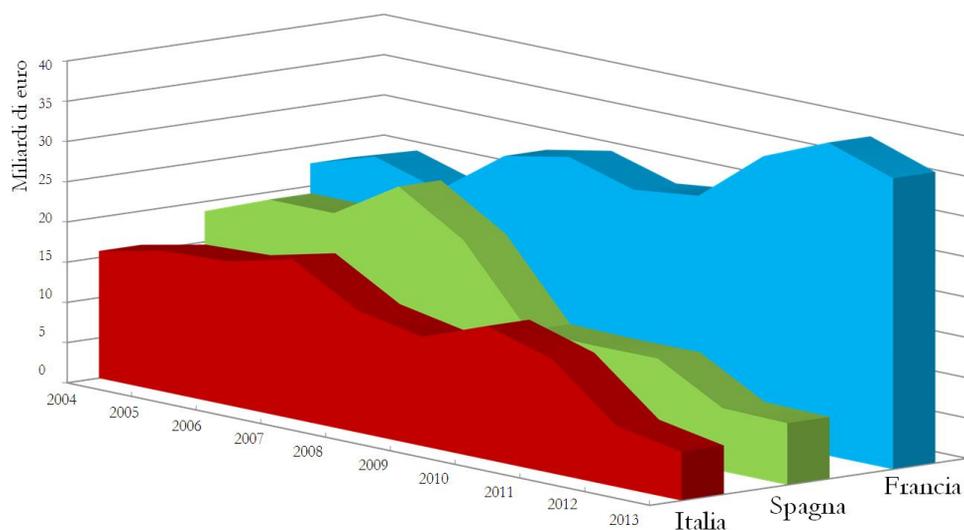
**Figura 16.** Crediti commerciali del sistema finanziario tedesco verso l'EZ.

La discesa del biennio 2011-2012 non contraddice l'ipotesi in quanto la riduzione è fondamentalmente pilotata dal provvedimento BCE degli LTRO<sup>9</sup>. Le banche degli EZPC ricevono *de facto* dalla BCE la liquidità per poter saldare i loro debiti verso la Germania, con conseguente riduzione dell'esposizione tedesca al rischio di credito degli EZPC generata dal *vendor financing*. Coerentemente l'incremento del 2013 si abbina al rimborso degli LTRO da parte degli EZPC e la riapertura del credito da parte delle banche tedesche ai Paesi dell'Eurozona.

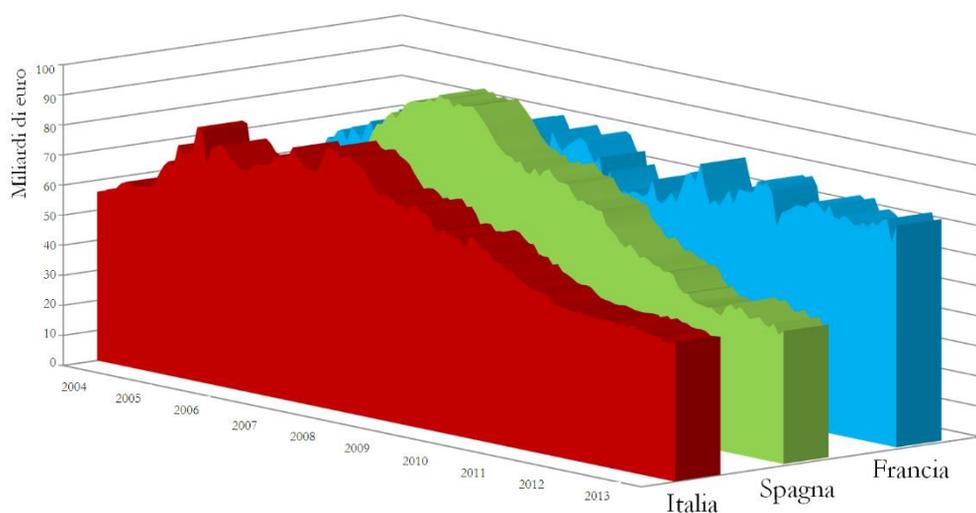
Questo secondo ciclo si sta articolando in modo differente in quanto le misure di austerità hanno determinato una netta compressione della domanda di prodotti tedeschi da parte degli EZPC, con conseguente calo sostanziale del livello di indebitamento delle loro banche verso le banche tedesche.

Nell'EZ l'unico Paese su cui restano possibilità di applicazione dello schema resta quindi la Francia, che non a caso sta incrementando il suo peso sia nelle partite correnti della Germania (**Figura 17**) che nei crediti delle banche tedesche verso l'Eurozona (**Figura 18**) e resta l'unico Paese in *deficit* commerciale nel 2013 (**figura 8**).

<sup>9</sup> cfr. Glossario.

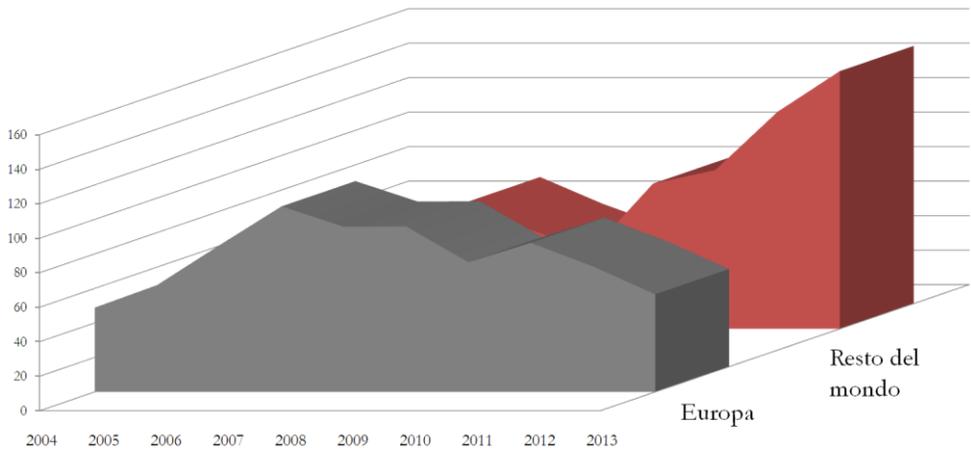


**Figura 17.** Saldo delle Partite Correnti tedesche verso i principali Paesi dell'EZ.



**Figura 18.** Crediti commerciali del sistema finanziario tedesco verso i principali Paesi dell'EZ.

Contemporaneamente la Germania sta tentando di uscire dai confini europei avviando lo schema di *vendor financing* su scala *Worldwide* come si evince dal crescente peso dei Paesi *extra-UE* sia all'interno del saldo delle partite correnti della Germania (**Figura 19**) sia tra i destinatari dei crediti erogati dal suo sistema bancario (**Figura 20**).



**Figura 19.** Scomposizione per area del saldo delle Partite Correnti tedesche.



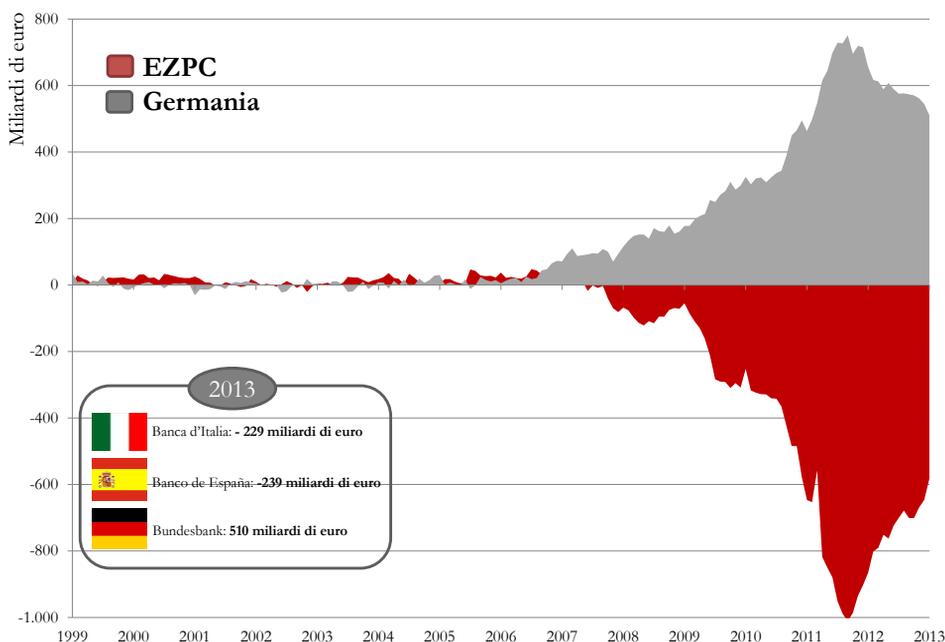
**Figura 20.** Scomposizione per area dei crediti del sistema finanziario tedesco.

Uno schema di *vendor financing* extra-UE non è però di facile applicazione in quanto la Germania dovrà fronteggiare difficoltà in termini sia di arena competitiva che di dinamiche dei tassi di cambio e di interesse esistenti tra diverse aree valutarie. Non potrà inoltre fare affidamento sulla rendita da posizione e di cui gode all'interno dell'EZ, derivante prevalentemente da questioni di carattere finanziario.

## 4. Disfunzioni architetturali – il saldo Target2

### 4.1 Il rischio sistemico annidato nel sistema di pagamenti Target2

Uno dei fondamenti dell'architettura dell'Euro, ovvero il sistema interbancario Target2<sup>10</sup> – che registra i regolamenti di transazioni finanziarie tra le banche private ed il conseguente trasferimento sui bilanci delle banche centrali – fornisce una chiave di lettura delle disfunzioni dell'economia reale nell'EZ. In particolare, negli ultimi 12 anni il saldo netto Target2 ha evidenziato valori positivi (cioè crediti) persistenti della Germania rispetto agli EZPC (**Figura 21**).

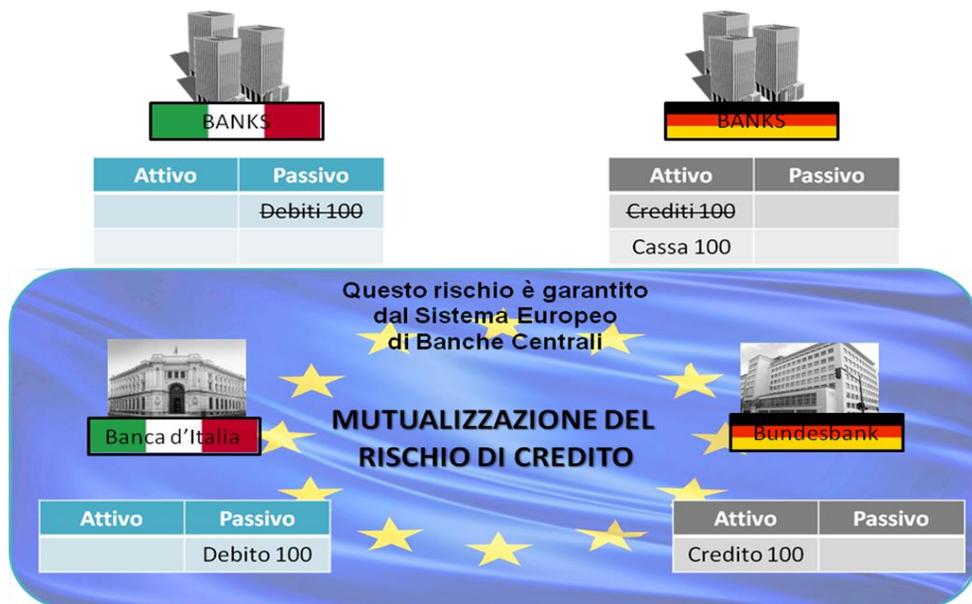


**Figura 21.** Saldo netto Target 2 dei paesi periferici (EZPC) e della Germania.

Un semplice esempio può far comprendere meglio il significato di questo saldo. Quando una banca italiana cancella un debito di 100 verso una banca tedesca, l'operazione è regolata attraverso Target2 e genera un credito della *Bundesbank* nei confronti della Banca d'Italia di pari importo. Questa operazione non costituisce un semplice esercizio contabile. Infatti, dopo l'operazione di saldo e la

<sup>10</sup> cfr. Glossario.

conseguente registrazione del credito di 100 per la *Bundesbank*, questo viene garantito dall'Euro sistema e quindi mutualizzato tra tutti i paesi membri (**Figura 22**).



**Figura 22.** Sistema di pagamenti Target 2 e mutualizzazione del rischio di credito.

Prima dell'entrata in vigore del sistema Target2, nel caso in cui la banca italiana non avesse onorato il proprio debito, la banca tedesca sarebbe incorsa in una sofferenza che avrebbe potuto determinare il fallimento della stessa. In una tale situazione, poiché l'articolo 125 del Trattato sul Funzionamento dell'UE non consente all'Euro sistema di operare il salvataggio di una banca privata dell'EZ, le eventuali procedure di salvataggio sarebbero state a carico del governo tedesco. Ancor 'oggi problematiche di questo tipo non sono state completamente superate dal legislatore comunitario; l'unione bancaria ed il molto discusso «Meccanismo Unico di Risoluzione» sono ancora lontani in termini di realizzazione sia da un punto di vista regolamentare che di impegni finanziari.

È dunque possibile capire perché all'interno del saldo netto Target2 sia annidato un rischio sistemico per l'EZ. Per comprendere meglio questo punto è sufficiente considerare cosa sarebbe potuto accadere se la Grecia avesse lasciato l'Eurozona nel novembre 2011. Quando il primo ministro *George Papandreou* propose un *referendum* sull'uscita della Grecia dall'Euro, la Banca Centrale Greca aveva un saldo netto Target2 negativo pari a -123 miliardi di €. È possibile presupporre che se il *referendum* avesse avuto un esito positivo tale debito sarebbe stato ripagato

solo in parte o non ripagato affatto, con conseguente ricaduta di tali perdite sull'intero Euro sistema (al netto della Grecia).

## 4.2 La mutualizzazione del rischio di credito del sistema finanziario tedesco sull'Eurozona

L'analisi congiunta delle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE (ovvero gli LTRO presi in prestito dagli EZPC tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012), del saldo cumulato delle partite correnti della Germania rispetto all'Eurozona e del saldo netto Target2 tedesco fornisce una chiave di lettura del processo di mutualizzazione sull'EZ del rischio di credito del sistema finanziario tedesco.

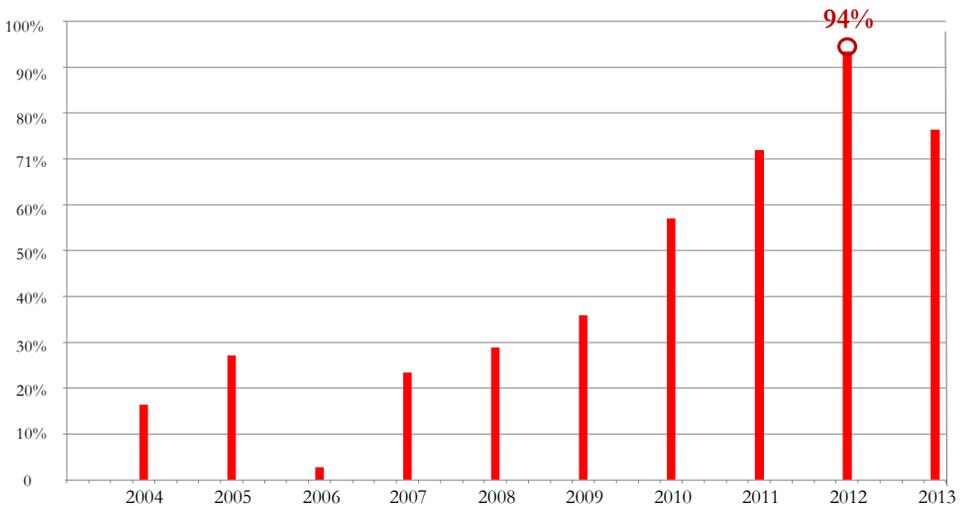
Il *trend* positivo esibito dalle partite correnti tedesche negli ultimi 12 anni dipende per la quasi totalità dal *surplus* commerciale della Germania. Nello stesso periodo il saldo netto Target2 tedesco mostra una crescita abbastanza graduale ma non in linea con la crescita della posizione creditoria della Germania. E ciò in quanto il totale dei crediti netti derivanti dal *surplus* commerciale era costituito da crediti a medio-lungo termine, non liquidati nell'immediato. Durante la crisi finanziaria, la posizione delle banche degli EZPC in termini di liquidità peggiora, mentre si accresce il rischio dell'esposizione creditoria delle banche tedesche.

Difficilmente le banche degli EZPC avrebbero potuto liquidare la massa di crediti a lunga scadenza dovuta alle banche tedesche senza supporti di liquidità; infatti solo con l'arrivo del trilione di euro della BCE, le banche degli EZPC hanno la possibilità di cancellare i debiti sottoscritti per finanziare gli acquisti di beni tedeschi (l'Italia ha ripagato circa 30 miliardi e la Spagna circa 200) realizzando così il *deleveraging* del sistema bancario dell'Eurozona.

Ciò è comprovato dall'osservazione del rischio creditizio trasferito dal sistema finanziario tedesco all'Euro sistema <sup>11</sup> che, mentre fino al 2009 rimane notevolmente al di sotto del 50% (la metà dei crediti verso le banche degli EZPC rimane non regolata), tra il 2011 ed 2012 raggiunge quasi il 100% (**Figura 23**), in quanto le banche degli EZPC hanno utilizzato la liquidità degli LTRO di fine 2011 ed inizio 2012 per rimborsare quelle tedesche. Nel 2013 gli LTRO cominciano ad essere restituiti ed il credito delle banche tedesche viene nuovamente erogato, con conseguente nuova crescita dell'esposizione della Germania al rischio creditizio dell'Eurozona.

---

<sup>11</sup> Il rapporto tra il saldo netto Target2 e il saldo cumulato delle partite correnti verso l'EZ definisce il rischio creditizio trasferito dal sistema finanziario tedesco all'Eurosistema.



**Figura 23.** Rischio creditizio trasferito dal sistema finanziario tedesco all'Euro sistema.

Questi dati mostrano come l'erogazione dei due LTRO da parte della BCE abbia salvato il sistema bancario dell'EZ supportando in primo luogo il sistema bancario tedesco.

## 5. Gli interventi della BCE per fronteggiare la Crisi finanziaria

La disgregazione della curva unica dei tassi di interesse dell'EZ ha avuto per la BCE conseguenze via via crescenti e di difficile gestione ai fini della trasmissione della politica monetaria. La BCE non è stata infatti più in grado – a partire dal 2008 – di raggiungere l'obiettivo di tasso di inflazione intorno al 2% attraverso la manipolazione dei tassi di interesse-guida. Anzi, a dispetto di una politica monetaria tendenzialmente sempre più espansiva, il tasso di inflazione si è continuamente ridotto fino a raggiungere il minimo storico dello 0,3% nel settembre 2014.

La difficoltà nel gestire quello che è il primario obiettivo della BCE, cioè la determinazione di uno stabile e prevedibile tasso di inflazione, ha spinto all'adozione di numerosi provvedimenti. Ovviamente, sotto la copertura ufficiale del ripristino della corretta trasmissione dei segnali di politica monetaria si sono innestati gli interessi contrapposti dei vari Stati membri dell'EZ che hanno perseguito differenti obiettivi.

Per la Germania, il principale obiettivo dopo l'inizio della crisi (anno 2007) è stato il supporto del proprio sistema bancario e la riduzione dei rischi che lo stesso deve sopportare. Trattasi di due differenti tipologie di rischi, quello riveniente dai debiti pubblici degli EZPC (perché da questi dipende la tenuta stessa dell'Euro) e

quello collegato all'erogazione di crediti agli altri paesi esteri affinché questi finanzino la domanda interna di beni prodotti in Germania. Secondo queste due direttrici si è mossa quindi la pressione della Bundesbank sulla BCE.

Gli EZPC hanno spinto invece per l'abbassamento dei tassi di interesse – al fine di ridurre il costo di servizio del debito pubblico e la spesa per interessi delle imprese già gravate dallo *spread* – e per un aumento di liquidità da dedicare all'economia reale (imprese e famiglie). La ripartenza dell'inflazione è stata vista positivamente perché avrebbe comunque aiutato ad abbattere il valore reale del debito pubblico.

### 5.1. Il Securities Market Programme (SMP)

Il primo intervento di rilievo posto in atto dalla BCE esplicitamente al fine di controllare la dinamica degli *spread* ed inibire il processo di divergenza dei rendimenti è stato il SMP<sup>12</sup>. Nel maggio 2010 le difficoltà di rifinanziamento della Grecia diventano conclamate con la richiesta – da parte del governo – di assistenza alla Commissione Europea e a FMI<sup>13</sup>. Lo *spread* sui titoli greci esplose in brevissimo tempo, rendendo impossibile al governo qualsiasi rifinanziamento a tassi di mercato.

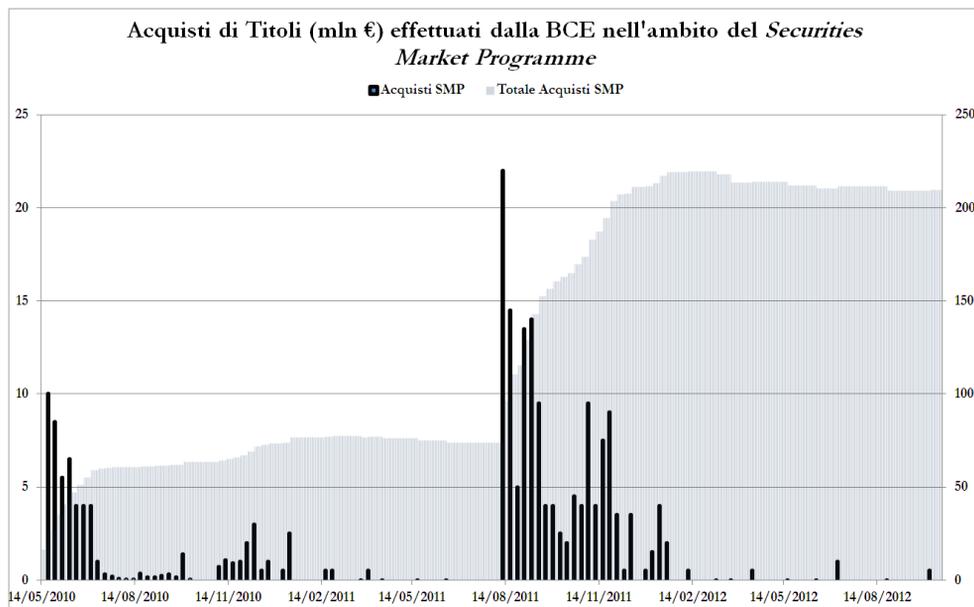
A fianco degli ingenti finanziamenti-ponte di breve termine del FMI, la BCE attiva un programma di emergenza, che si concretizza nell'acquisto di titoli di stato sul mercato secondario al fine di tenere sotto controllo lo *spread*. Il programma verrà poi applicato ad altri Paesi in difficoltà, soggetti alla tempesta speculativa sullo *spread*: prima il Portogallo, poi Italia e Spagna nell'estate 2011 (**figura 24**). In termini di controllo dello *spread* i risultati sono stati contrastanti: efficaci nel breve termine, ma non sufficienti ad arginare la disgregazione della curva unica dei tassi di interesse nel lungo periodo. Il programma è stato sostituito nel settembre del 2012 dall'OMT<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> cfr. Glossario.

<sup>13</sup> cfr. Glossario.

<sup>14</sup> cfr. Glossario.



**Figura 24.** Securities Market Programme - Acquisti di titoli (mln €).

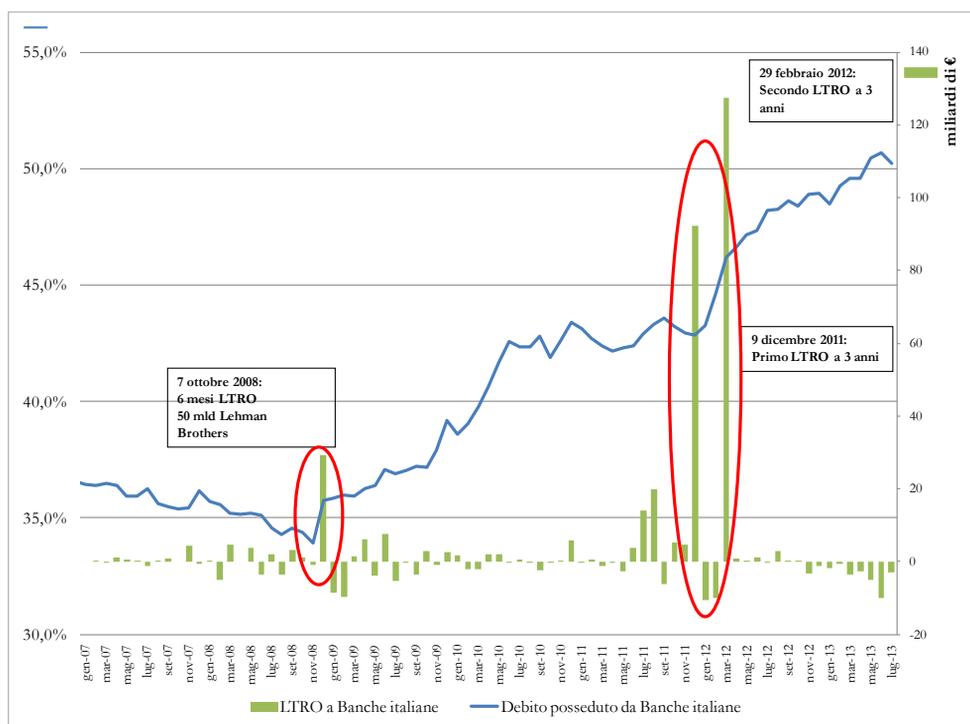
Nel biennio 2010-2012 dunque il Securities Market Programme (SMP) accresce il bilancio BCE di circa 220 miliardi di euro di titoli di Stato degli EZPC. Considerando i titoli giunti a *maturity* negli ultimi 24 mesi e le sterilizzazioni effettuate sul mercato secondario, restano a settembre 2014 circa 160 miliardi di € di titoli governativi che in base alla decisione del giugno 2014 non verranno per ora reimmessi sul mercato determinando così un contenuto aumento della base monetaria. La peculiarità del programma è che, diversamente da quanto accaduto con i programmi di acquisto della FED americana, i governi sono tenuti a pagare gli interessi alla BCE. In totale si stima un flusso di una decina di miliardi di euro l'anno che poi vengono distribuiti pro-quota sull'Euro sistema. In altri termini la Germania per il tramite della Bundesbank riceve quasi 4 miliardi di interessi dagli EZPC (di cui oltre 1 miliardo dall'Italia).

## 5.2 Le Long Term Refinancing Operations (LTRO)

Tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 lo *spread* BTP-BUND supera quota 500 ed i tassi di interesse a breve sui titoli italiani raggiungono a più riprese l'8%. Il mercato interbancario è fermo e le banche hanno una crescente difficoltà a rifinanziarsi anche nel breve termine per la crescente discriminazione dei titoli EZPC sul mercato *repo* (cfr. § 2.2). Al fine di agevolare le esigenze di rifinanziamento dei sistemi bancari sotto stress, la BCE vara dunque la misura di politica monetaria LTRO di fine 2011-inizio 2012 (i.e. 1.000 miliardi € di prestiti concessi alle banche

al tasso agevolato dell'1%). L'intervento è efficace nel ridurre le pressioni sul mercato interbancario, dato che le banche hanno ora un canale alternativo a basso costo per il rifinanziamento e possono "bypassare" gli elevati costi di accesso al credito. In concomitanza, si assiste ad un primo significativo raffreddamento degli *spread* sui titoli governativi, in quanto le banche di ogni Paese destinano una quota importante di questi fondi all'acquisto di titoli di Stato nazionali, impedendo ai rendimenti di salire in asta.

Si tratta di un'accelerazione del fenomeno di nazionalizzazione del debito di dimensioni importanti, e forse sottovalutato dalla stessa BCE, che sperabilmente mirava anche ad un rilancio del credito all'economia reale. Al contrario, non c'è stato nessun impatto sui prestiti alle imprese ed alle famiglie. Si consideri il caso dell'Italia: dei 270 miliardi erogati, 200 hanno consentito alle banche di comprare titoli di Stato nazionali, mentre il credito all'economia reale ha continuato a declinare per via del *credit crunch*. (**Figura 25**).



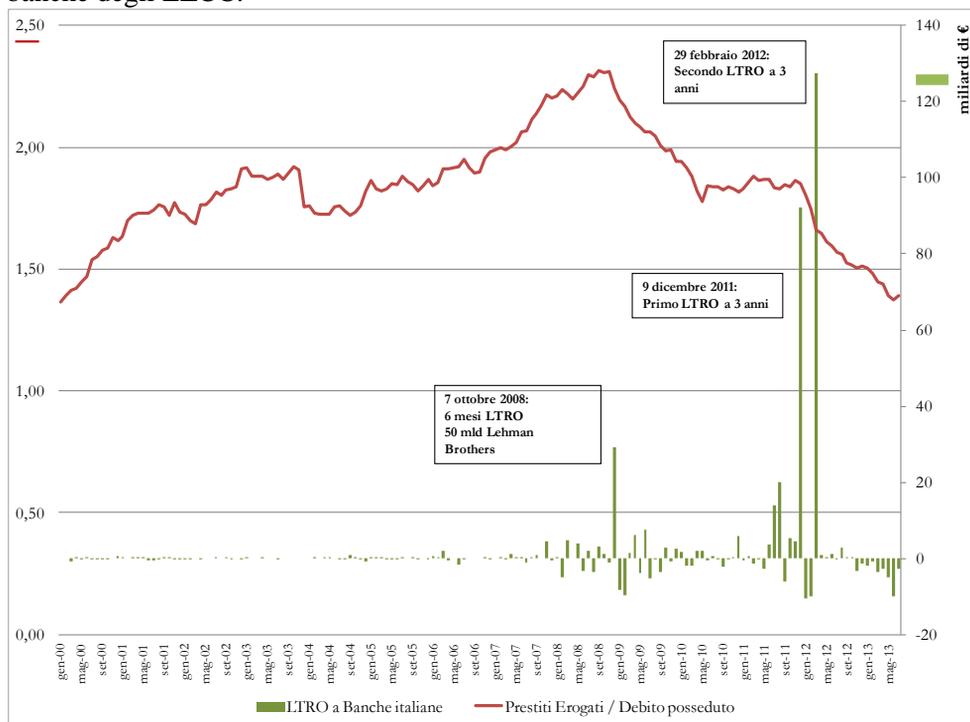
**Figura 25.** LTRO e andamento del debito pubblico detenuto dalle banche italiane.

A riprova di ciò è possibile constatare, in corrispondenza delle LTRO, l'andamento dell'indice RESI<sup>15</sup>, definito come il rapporto tra i prestiti ai privati e il debito

<sup>15</sup> cfr. Glossario.

detenuto dalle banche. Si osservi infatti come, tra gennaio 2009 e maggio 2013, il RESI sia notevolmente decresciuto a causa della forte riduzione dei prestiti ai privati, congiuntamente all'aumento del debito nazionale detenuto dalle banche nazionali (**Figura 26**).

I prestiti LTRO non sono serviti solo a nazionalizzare i debiti pubblici, ma hanno assolto ad un'altra significativa funzione. Come mostrato in precedenza (cfr. § 3), gli EZPC hanno accumulato consistenti *deficit* commerciali nei confronti degli EZCC, in special modo verso la Germania. A questi *deficit* si associa una quota elevata di debiti commerciali e finanziari a medio/lungo termine, di natura bancario-privata, che sono stati estinti utilizzando parte della liquidità a basso costo ottenuta attraverso le LTRO. Maggiore era la quota di debito privato detenuta dal sistema bancario di ogni Paese, maggiore è stato l'utilizzo della liquidità per la finalità di liquidazione debiti. Si consideri ad esempio che su 270 miliardi erogati, le banche italiane hanno ripagato debiti verso gli EZCC per circa 50 miliardi. In Spagna la situazione è analoga ma specularmente per via del maggior peso del debito privato su quello pubblico: dei 310 miliardi erogati, 270 sono di liquidazione di debiti alle banche degli EZCC.



**Figura 26.** LTRO e andamento dell'indice RESI.

In altri termini le LTRO hanno contribuito al salvataggio del sistema bancario europeo attraverso il salvataggio delle banche degli EZCC (soprattutto tedesche), creditrici delle banche degli EZPC e venditrici di titoli di Stato degli EZPC. L'in-

tervento BCE ha quindi guidato il *deleveraging* delle banche EZCC che hanno trasferito sull'Euro sistema il loro rischio di credito verso le banche degli EZPC e «scaricato» sulle banche degli EZPC i rischi dei loro debiti pubblici nazionali.

### 5.3 Le Outright Monetary Transactions (OMT)

Nell'agosto 2012, la dinamica dello *spread* dei principali Paesi dell'EZ mostrava ancora importanti segnali di tensione. Nei mesi precedenti una forte attività speculativa sui titoli governativi di Italia e Spagna aveva spinto i rendimenti verso valori molto elevati (anche se inferiori a quelli sperimentati nel novembre 2011), mentre lo *spread* aveva superato per entrambi i Paesi di nuovo quota 500. Il punto-chiave era elaborare un intervento che fosse in grado di interrompere la spirale speculativa al ribasso sui titoli governativi; qualsiasi misura che comportasse un limite preciso alla quantità di titoli acquistabili poteva facilmente essere superata dagli speculatori con un opportuno aumento della pressione alla vendita.

Nel settembre 2012 la BCE annunciava il varo del c.d. «scudo anti-spread», ovvero le Outright Monetary Transactions; trattavasi della possibilità teorica da parte della Banca Centrale di acquistare titoli governativi in quantità illimitata (*whatever it takes*<sup>16</sup> se lo *spread* avesse dovuto mostrare dinamiche incompatibili con la corretta trasmissione dei segnali di politica monetaria. Questa disponibilità all'acquisto illimitato di titoli si è rivelata l'arma vincente contro la speculazione finanziaria, poiché nessuna strategia di vendita è in grado di fronteggiare la capacità di acquisto di una banca centrale. In breve tempo, grazie al solo effetto annuncio, la “finanza” ha rinunciato a scommettere contro i Paesi EZPC e la tenuta dell'unione monetaria e gli *spread* si sono normalizzati intorno a valori moderati, senza che la BCE abbia dovuto acquistare un solo titolo.

Al rientro degli *spread* verso valori più contenuti (ma comunque non fisiologici) hanno contribuito le due grandi espansioni monetarie giapponese e statunitense di quasi 4 trilioni di dollari ed il conseguente eccesso di liquidità sui mercati. Di contro, l'eccesso di liquidità dall'estero ha rafforzato l'Euro sui mercati internazionali ed innescato prevedibili dinamiche deflative all'interno dell'EZ.

### 5.4 Il Quantitative Easing (QE)

A seguito dell'inasprimento delle condizioni recessive all'interno dell'EZ e del perdurante basso tasso di inflazione, la BCE ha avviato ulteriori misure di allentamento monetario. La prima decisione nel giugno 2014 ha riguardato i titoli detenuti in bilancio a seguito del *Securities Market Programme* (cfr. § 5.1): la BCE ha speso le operazioni di sterilizzazione decidendo di detenere i titoli in portafoglio

---

<sup>16</sup> Discorso di Mario Draghi, Presidente della BCE alla Global Investment Conference – Londra 26 luglio 2012.

fino alla loro scadenza naturale. Questo comporta che la liquidità in precedenza immessa dalla BCE nel sistema finanziario può rimanere in circolo nel medio-lungo periodo, realizzando *de facto* un'espansione monetaria quasi permanente, per quanto di importo limitato.

Nel settembre 2014 – in continuità con la decisione di giugno – vengono assunte due misure straordinarie di politica monetaria le TLTRO<sup>17</sup> e l'acquisto di titoli ABS e *Covered Bond*<sup>18</sup>. Le TLTRO prevedono l'erogazione fino a 500 miliardi € di prestiti allo 0,15% al sistema bancario europeo, condizionalmente al trasferimento di parte dei fondi all'economia reale tramite espansione dei prestiti. Non è prevista nessuna sanzione per le banche beneficiarie che non eroghino contestualmente credito (a meno della semplice restituzione anticipata). Di conseguenza le TLTRO *de facto* consentono alle banche degli EZPC di rifinanziare parte degli LTRO in restituzione con prestiti a tassi ancora più convenienti e coerenti con il nuovo livello dei tassi dell'Euro sistema (più basso di quello del 2011).

In altri termini, l'assenza di sanzioni circa l'effettivo impiego dei fondi rende questo strumento flessibile alle esigenze finanziarie di stabilità dei sistemi bancari degli EZPC, ma molti dubbi permangono sulla sua reale efficacia nel supporto all'economia reale. Allo stato, la prima *tranche* ha visto l'erogazione di circa 82 miliardi di €, una quantità inferiore alle aspettative delle BCE di una richiesta di oltre 150 miliardi, che al netto dei rimborsi LTRO hanno iniettato liquidità nel sistema per poco più di 50 miliardi. Non sorprendentemente, la parte del leone è stata svolta dalle banche degli EZPC che hanno preso in prestito il 75% del totale erogato (il 32% dalle banche italiane).

Gli altri programmi non convenzionali messi in campo dalla BCE riguardano l'acquisto di *covered bond* (i.e. obbligazioni bancarie garantite da attività finanziarie identificate, quali ad esempio mutui residenziali e commerciali prevedibilmente per circa 200 miliardi €) e di *Asset Backed Securities* (i.e. cartolarizzazioni di crediti di qualità *senior* e *mezzanine* garantiti prevedibilmente per circa 300 miliardi €). Nelle speranze della banca centrale, questi acquisti dovrebbero rivitalizzare il mercato dei crediti cartolarizzati, fermo oramai dal 2008, ed alleggerire i bilanci bancari dalle richieste di capitale connesse con l'appostamento in bilancio di questi titoli strutturati. Il miglioramento dei bilanci bancari si dovrebbe poi riflettere in un miglioramento delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie.

Dato il livello di queste tipologie di poste dell'attivo nei bilanci bancari degli EZPC, è naturale attendersi quindi che il primo beneficiario di tale misura siano le banche tedesche; prime stime ipotizzano addirittura per il 60% del totale. Inoltre questo provvedimento, ancorché non risolutivo, muove nella direzione di portare le banche tedesche ad un'interazione diretta con la BCE per esigenze di liquidità e di miglioramento del proprio patrimonio di vigilanza. Lo schema LTRO infatti (cfr. § 5.2) ha visto un'interazione tra il sistema bancario tedesco e la BCE intermediato dalle banche degli EZPC. Questi Stati, ricevuti gli LTRO, hanno portato

---

<sup>17</sup> Cfr. Glossario.

<sup>18</sup> Cfr. Glossario.

tale liquidità in Germania ripagando i debiti verso le banche tedesche e acquistando titoli di Stato nazionali che le stesse stavano “scaricando” dai loro bilanci.

Tuttavia, nell’implementazione del provvedimento, la BCE ha tenuto in considerazione la nuova articolazione su scala globale del *vendor financing* della Germania (cfr. § 3.2). Si prevede, infatti, l’esclusione dell’acquisto di *Asset Backed Securities* (ABS) che abbiano come sottostante crediti verso soggetti *extra-UE*.

L’inclusione di questi crediti come sottostanti degli ABS avrebbe permesso alle banche tedesche la mutualizzazione sull’Euro sistema dei rischi legati in questo caso a crediti erogati al di fuori dei confini europei. Nello specifico, le banche tedesche avrebbero potuto mutualizzare il rischio su tutta l’EZ effettuando la cartolarizzazione dei crediti e la vendita alla BCE dei titoli così ottenuti, ovvero utilizzando i crediti come collaterali per le operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale.

Maggiori dubbi sorgono in relazione alla possibilità di usufruire del provvedimento da parte degli EZPC. Nonostante i dettagli operativi forniti recentemente da parte della BCE che prevedono l’accettazione di *tranche senior* fino al *rating* BBB-, è possibile ipotizzare un coinvolgimento massiccio dei sistemi bancari periferici soltanto se la BCE decidesse di acquistare titoli ABS *mezzanine* garantiti da titoli governativi degli EZPC. In tale caso, stante il *rating* medio degli EZPC<sup>19</sup>, potrebbe essere acquistata dalla BCE un’ingente quantità di crediti cartolarizzati che abbiano sottostanti con merito di credito non elevato; questo alleggerirebbe di molto anche i bilanci delle banche degli EZPC, altrimenti non influenzati dal provvedimento. Tuttavia, anche su pressione della Germania, tale decisione è stata al momento rinviata.

In conclusione, i recenti provvedimenti della BCE appaiono in linea con un nuovo corso di un Euro sistema che non intende assecondare i fenomeni disgreganti dell’area euro. Ma questo non basta. Considerato che misure non convenzionali di politica monetaria hanno talora consentito la mutualizzazione a livello di Euro sistema del rischio creditizio del sistema bancario di un unico Stato-membro (la Germania), è ora necessario ipotizzare altri interventi della BCE funzionali a mutualizzare i rischi finanziari connessi ai debiti pubblici di tutti i Paesi dell’Eurozona con evidenti effetti di convergenza tra le diverse economie.

## 6. Le cure per l’eurozona

L’anamnesi svolta fino a questo punto dovrebbe avere chiarito un punto fondamentale: l’Eurozona è in uno stato disfunzionale dal momento della sua progettazione e gli squilibri commerciali e finanziari che si sono accumulati nel tempo hanno messo in difficoltà le economie degli EZPC, un tempo floride ed ora affette da recessione, alta disoccupazione e deflazione.

---

<sup>19</sup> Da BBB+ fino a B-.

Ne consegue che qualsiasi intervento – anche strutturale – che sia tentato soltanto a livello dei singoli stati membri non può risolvere in via definitiva i problemi economici e finanziari che li affliggono. Nel caso dell'Italia, non vi è dubbio che vi sono nodi strutturali da affrontare, quali le riforme della macchina amministrativa, della giustizia, la lotta contro l'evasione fiscale e la corruzione; tuttavia affrontare in via esclusiva solo questi problemi non basterà a riportare l'Italia su un sentiero stabile di crescita della produzione e dell'occupazione.

È indubbio che occorrerebbero interventi concertati a livello europeo che affrontino in maniera coerente l'armonizzazione delle politiche fiscali. Tuttavia, con un ragionevole livello di realismo non si può che constatare che al momento è soltanto attraverso la politica monetaria che è possibile intervenire in maniera coordinata su tutta l'EZ; di conseguenza si concentrerà l'attenzione su misure implementabili dalla BCE che consentano di ottenere apprezzabili risultati nel breve-medio periodo.

## **6.1 La sospensione del pagamento degli interessi sui titoli governativi nel bilancio BCE**

Allo stato attuale la BCE ha nel suo attivo circa 300 miliardi di euro di titoli governativi dell'EZ, principalmente degli EZPC; circa la metà è stata acquistata nell'ambito del Securities Market Programme tra il 2010 ed il 2012 (cfr. § 5.1). Questi titoli sono naturalmente fruttiferi di interessi, che vengono pagati dai Paesi emittenti alla BCE: si stima che tali interessi ammontino a circa 10 miliardi di euro l'anno. In particolare, il governo italiano paga circa 4 miliardi l'anno sui BTP detenuti dalla BCE.

Secondo le norme statutarie, la BCE ridistribuisce questi interessi alle Banche Centrali dell'EZ in proporzione al capitale sottoscritto; ciò implica che oltre 4 miliardi di euro l'anno vengano trasferiti dalla BCE alla Bundesbank. Di questi 4 miliardi, 1,5 miliardi sono pagati dal governo italiano e contribuiscono alla formazione del *deficit* nominale, che secondo le regole del Trattato di Maastricht non può superare il 3% annuo.

Paradossalmente quindi l'Italia, insieme agli altri EZPC, sostiene degli oneri finanziari – che condizionano la propria politica di bilancio – che sono parzialmente connessi ad un programma di supporto mirato proprio alla mitigazione delle difficoltà finanziarie del Paese. Se si considera inoltre che la BCE detiene nel proprio attivo una quantità trascurabile di BUND, si percepisce ancora più chiaramente il trasferimento occulto di risorse finanziarie dagli EZPC verso la Germania a fronte di un presunto supporto via SMP.

Pertanto, una misura naturale ed immediatamente attuabile sarebbe quella di sospendere il pagamento degli interessi sui titoli governativi che la BCE ha in portafoglio, ottenendo un beneficio immediato per i bilanci degli EZPC di circa 10 miliardi l'anno. L'alleggerimento dei vincoli di bilancio consentirebbe ai governi di

questi Paesi di avviare immediatamente programmi di supporto alla crescita ed all'occupazione che al momento risultano non implementabili.

## 6.2 Il Programma di Rifinanziamento del Debito Pubblico Europeo

Un secondo *step* di intervento ben più incisivo vedrebbe la BCE imitare il comportamento della FED americana all'indomani del fallimento di Lehman Brothers e del collasso del mercato interbancario globale, avviando quindi un *Quantitative Easing* su larga scala, volto a ri-profilare in maniera decisiva le scadenze del debito pubblico europeo e ad abbattere la spesa per interessi.

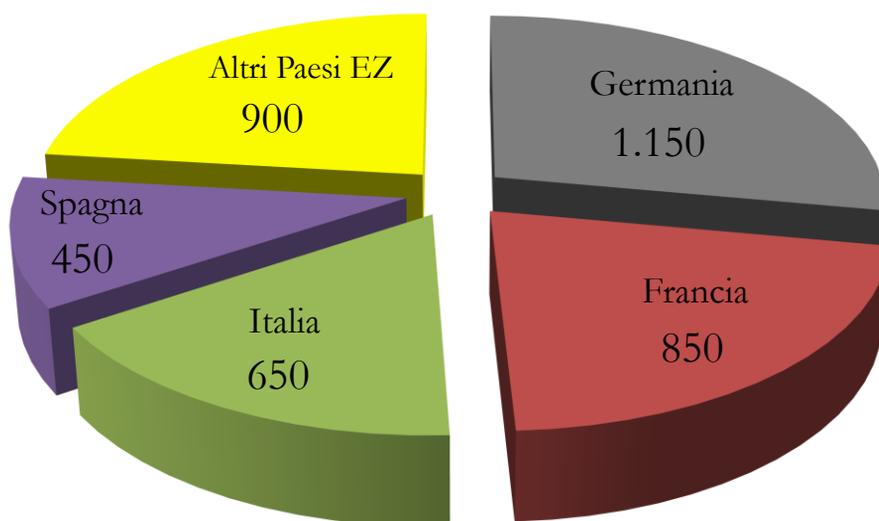
La misura si concretizzerebbe nell'acquisto di titoli governativi da parte della BCE attraverso un Programma di Rifinanziamento del Debito Pubblico Europeo (EPDRP<sup>20</sup>).

Il rifinanziamento del debito dei Paesi dell'EZ verrebbe effettuato per il tramite di titoli a lungo termine acquistati dalla BCE fino a un ammontare corrispondente al 40% del loro PIL, pari a circa 4 trilioni di euro. Una simile espansione del bilancio della BCE non sarebbe così inusuale per una banca centrale né per dimensioni né per tipologia di attivi (titoli di Stato). Ad esempio, negli Stati Uniti attualmente la *Federal Reserve* detiene intorno ai 4 trilioni di dollari di titoli di debito pubblico su cui non percepisce interessi: circa il 50% di questi sono stati emessi direttamente dal Tesoro americano e il restante 50% sono *Mortgage Backed Securities* (ossia titoli garantiti da mutui) emessi dalle società pubbliche *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, che a loro volta sono possedute quasi integralmente dal Tesoro americano.

Usando il PIL come numerario, lo scetticismo tedesco verso misure di mutualizzazione dei rischi sovrani verrebbe a ridursi in quanto alla Germania spetterebbe una quota di circa 1.150 miliardi di euro di rifinanziamento del debito da parte della BCE ossia, quasi il doppio rispetto all'Italia e il triplo rispetto alla Spagna (**Figura 27**).

---

<sup>20</sup> Cfr. Glossario.

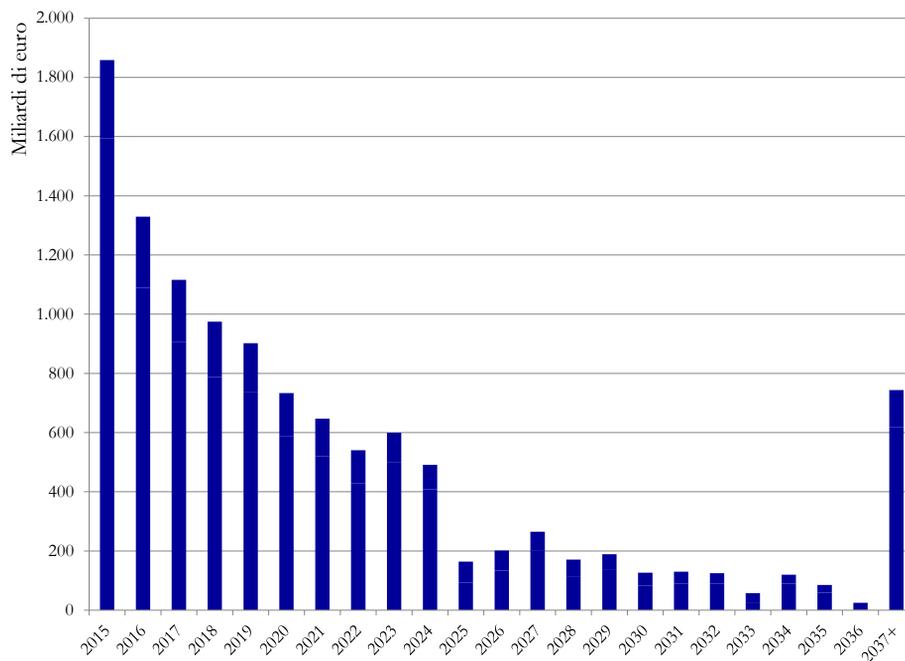


### EPDRP – 4.000 miliardi di euro

(scomposizione per Paese)

**Figura 27.** Programma di Rifinanziamento del Debito Pubblico Europeo – scomposizione per Paese.

In considerazione delle scadenze medie del debito dei Paesi dell'Eurozona, inoltre, il Programma dovrebbe avere una durata di circa quattro anni (**Figura 28**). In tal modo attraverso lo EPDRP verrebbero sospese le aste del debito pubblico per circa 4 anni e si ridurrebbe considerevolmente il volume dei debiti pubblici dei Paesi dell'Eurozona scambiati sul mercato secondario.



**Figura 28.** Struttura per scadenze del debito pubblico dell'Eurozona.

Per i motivi sopraesposti il Programma favorirebbe nuovamente la convergenza della struttura a termine dei tassi di interesse dei diversi Paesi dell'area euro verso un unico livello, determinando la scomparsa del fenomeno dello *spread* e ripristinando lo *status quo* per i Paesi appartenenti ad un'area valutaria comune.

In questa prospettiva, l'ipotesi di associare una clausola di priorità al rimborso dei titoli coperti dallo EPDRP (funzionale a dotare l'Euro sistema di una garanzia a fronte della mutualizzazione dei rischi sovrani realizzata dal Programma), ancorché determini un livello di subordinazione per la restante parte del debito pubblico europeo, non dovrebbe cambiare tale *trend* di convergenza, data la dimensione dell'intervento e la rilevanza del segnale di rafforzamento dell'Eurozona trasmesso al mercato.

Si evidenzia inoltre che lo EPDRP se da un lato non altererebbe l'entità del debito pubblico degli EZPC, realizzerebbe in modo "soft" un *re-profiling* di tale debito in quanto ogni Paese rifinanzerebbe il proprio debito con titoli a lunga scadenza (40 anni) acquistati dalla BCE.

Inoltre, il Programma avrebbe come ulteriore vantaggio quello di ridurre annualmente la spesa per interessi sostenuta dai Paesi dell'EZ fino a un massimo di circa 90 miliardi di euro al termine dei 4 anni di durata, liberando così risorse finanziarie che potrebbero contribuire a rilanciare l'economia dell'area euro e a realizzare interventi di politica economica volti a rispettare gli obiettivi del *Fiscal*

*Compact*, ammesso che quest'ultimo continui a essere un tema rilevante. In particolare, anche sulla riduzione della spesa per interessi la Germania riceverebbe dal Programma il maggior contributo con un risparmio di oltre 30 miliardi di euro, Francia e Italia di oltre 20 miliardi e Spagna intorno ai 15 miliardi.

Lo EPDRP avrebbe altresì il vantaggio di creare per un lungo periodo di tempo base monetaria ponendo perciò i presupposti indispensabili per una ripresa della domanda interna dell'Eurozona, consentendo al contempo l'uscita dall'attuale stato di deflazione presente in diversi Paesi dell'EZ e supportando così la BCE nel raggiungimento dell'obiettivo statutario di inflazione al livello del 2% per l'area euro.

### 6.3 Una proposta alternativa di monetizzazione

La minaccia della deflazione oramai sta insidiando tutte le economie europee, colpendo più duro soprattutto in Italia. La conseguenza peggiore della deflazione è connessa alle dinamiche del rapporto Debito/PIL: poiché il PIL è espresso in termini nominali, la deflazione ne rallenta la crescita mentre il debito risulta rivalutato in termini reali. Ne consegue che, a prescindere dall'andamento del *deficit*, il rapporto Debito/PIL tende comunque a deteriorarsi molto velocemente<sup>21</sup>.

In questo contesto, un intervento straordinario di monetizzazione parziale ad opera della BCE andrebbe a colpire simultaneamente sia il debito sia la deflazione e quindi si presenterebbe come molto appropriato, a prescindere dalla sua fattibilità politica.

Questa misura di carattere straordinario sarebbe quantificata in base alla dimensione del PIL dei vari Paesi (e non, come vorrebbero altre proposte, in base alla dimensione del loro debito) e farebbe leva (come il programma EPDRP, cfr. § 6.2) sui meccanismi finanziari che hanno alimentato la crisi stessa.

L'intervento consisterebbe nel graduale acquisto da parte della BCE – modificandone opportunamente lo statuto e i trattati istitutivi del fondo salva-stati ESM – di titoli di Stato per quasi 3.830 miliardi di euro (cifra pari alla somma del 40% del PIL di ciascun paese) e nel loro contestuale annullamento. La gradualità viene realizzata selezionando i titoli man mano seguendo la struttura per scadenza del debito dei vari Paesi; la durata minima dell'intervento si può stimare in 36/48 mesi.

Il primo effetto immediato della proposta sarebbe la riduzione dello stock di debito sovrano nell'Eurozona. In particolare, come si evince dalla seguente tabella, il rapporto debito/PIL si posizionerebbe al di sotto della soglia simbolica del 100% per tutti i Paesi dell'UE (Grecia esclusa).

---

<sup>21</sup> Il caso del Giappone negli anni 1990-2010 è esemplare. A seguito di periodi di prolungata deflazione, il Giappone è passato dal 70% del rapporto Debito/PIL del 1990 al 240% del 2013.

Paese	PIL	Debito	Debito/PIL Ante	Obiettivo BCE (30% PIL)	Debito/PIL post
Germania	2.737	2.245	82%	1095,04	42%
Francia	2.059	1.853	90%	823,7	50%
Italia	1.560	1.981	127%	624	87%
Spagna	1.023	859	84%	409	44%
Olanda	602	428	71%	241	31%
Belgio	381	374	98%	152,8	58%
Austria	313	229	73%	125	49%
Grecia	182	286	157%	72,8	133%
Finlandia	194	103	53%	77,3	13%
Portogallo	165	204	123%	66,26	83%
Irlanda	164	192	117%	65,6	77%
Slovacchia	72	38	52%	28,85	12%
Lussemburgo	46	10	21%	10	0%
Slovenia	35	19	54%	14,11,5	14%
Cipro	17	14	85%	6,6	45%
Estonia	18	2	10%	7,3	0%
Malta	7	5	72%	2,87	32%
				3830,9	

PIL e Debito dei 17 Paesi dell'Eurozona

(Fonte EuroStat e Banca d'Italia – dati in miliardi di euro al 31/12/2013)

Il ridimensionamento dei livelli di debito sovrano a sua volta consentirebbe agli Stati membri di evitare per qualche tempo l'emissione di nuovo debito per rifinanziare quello in scadenza e, con essa, la propagazione tramite le aste (sul c.d. mercato primario) delle tensioni presenti sul mercato (cfr. sempre § 6.2).

Più in dettaglio la sospensione delle aste porterebbe i seguenti benefici:

- maggiore stabilità dei flussi finanziari connessi alla gestione delle politiche fiscali e di bilancio;
- consolidamento e accelerazione del processo di convergenza del costo del debito ad un livello nuovamente sostenibile per gli Stati periferici;
- miglioramento della percezione da parte del mercato della situazione dell'EZ con conseguente contributo strutturale alla contrazione degli spread creditizi e, quindi, mitigazione della discriminazione dei collateral e rivalutazione dei titoli di Stato dei Paesi periferici;
- rottura del meccanismo che consente alle banche di realizzare l'intermediazione da spread;

- incentivo per il sistema bancario alla ripresa di un'attività di maggiore supporto all'economia reale tramite le risorse finanziarie che si libererebbero per via del miglioramento dei coefficienti patrimoniali derivante dalla sopradetta rivalutazione dei titoli di Stato dei Paesi periferici presenti nei loro attivi.

La proposta in parola avrebbe altresì il pregio di re-distribuire in modo equo e virtuoso il contributo della BCE nei confronti degli Stati appartenenti all'EZ in proporzione al positivo contributo dato alla crescita della produzione europea (e non alla creazione di debito), risultando così più facilmente accettabile anche dagli EZCC (da sempre contrari a forme di monetizzazione del debito). In valore assoluto l'ammontare di titoli governativi tedeschi e francesi annullati dalla BCE sarebbe il più elevato tra i Paesi dell'Eurozona, concretizzando una sorta di compensazione per il venire meno dei benefici finanziari derivanti dall'attuale basso livello delle loro curve dei tassi di interesse tra cui ovviamente il basso costo del debito.

La soluzione ipotizzata porterebbe inoltre, nel breve termine, vantaggi competitivi anche per il sistema bancario degli EZCC in termini di riduzione dell'esposizione verso il rischio dei Paesi periferici. Infatti, come si è già detto, nel periodo successivo allo scoppio della crisi le banche tedesche e francesi hanno posto in essere un'operatività volta a ridurre l'ammontare e la durata media finanziaria del proprio portafoglio di titoli di debito dei Paesi periferici, contrariamente a quanto fatto dalle banche con sede negli stessi Paesi periferici. Conseguentemente, gli acquisti da parte della BCE di titoli prossimi alla scadenza dovrebbero favorire quelle banche (tedesche e francesi) il cui portafoglio di obbligazioni dei Paesi periferici presenta una vita residua più breve.

La descritta operatività della BCE potrebbe, quindi, da un lato far diminuire l'eccesso di domanda per i titoli degli EZCC per via della riduzione degli *spread* sui Paesi periferici e dall'altro disincentivare fenomeni come la discriminazione dei collateralizzati sull'interbancario e l'intermediazione da *spread*. Altresì la misura eliminerebbe la divergenza tra tassi positivi dei Paesi "deboli" e negativi dei Paesi "forti", interrompendo il processo di nazionalizzazione del debito e ricostituendo così la relazione di univocità tra l'euro e la corrispondente curva dei tassi di interesse.

In analogia con il programma EPDRP, la monetizzazione avrebbe inoltre il vantaggio di creare in via permanente la base monetaria, accentuando gli effetti di ripresa della produzione, degli investimenti pubblici e privati, e cancellando le aspettative di deflazione degli operatori. Allo stato, il rischio di un'accelerazione eccessiva delle dinamiche inflattive appare piuttosto basso in rapporto ai benefici conseguibili.

In conclusione, la misura delineata rappresenterebbe un passo fondamentale per la salvaguardia dell'architettura dell'Eurozona e renderebbe sostenibili gli attuali vincoli di politica economica che per ora stanno sgretolando l'idea stessa di Unione.

## Glossario

<b>Espressione</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Acronimo</b>
Asset Backed Securities	Obbligazione che “impacchetta” i rischi di un portafoglio di attività riflettendone nel loro insieme la rischiosità complessiva e riordinandoli in maniera standardizzata in diverse categorie di titoli ( <i>tranches</i> ) caratterizzate da rischiosità decrescente ( <i>junior, mezzanine e senior</i> )	ABS
Banca Centrale Europea		BCE
Titolo di Stato o titolo governativo tedesco		BUND
Titolo di Stato o titolo governativo italiano		BTP
Titolo di Stato o titolo governativo spagnolo		BONOS
Covered Bond	Obbligazioni garantite dal vincolo di una fetta dell'attivo patrimoniale della banca destinato esclusivamente alla remunerazione ed al rimborso del bond	CB
Credit Default Swap	Contratto derivato che assicura dal rischio di credito di un'entità	CDS
Euro sistema	Banche Centrali dell'Eurozona	
Eurozona	Paesi europei che hanno adottato l'Euro	EZ
Paesi Core dell'Eurozona	Germania, Francia, Olanda, Austria	EZCC
Paesi Periferici dell'Eurozona	Italia, Portogallo, Spagna, Grecia, Irlanda	EZPC
Pronti contro Termine	Operazioni di finanziamento a breve termine del mercato interbancario	Repo
Fondo Monetario Internazionale	Il Fondo monetario internazionale è un'organizzazione composta dai governi nazionali di 188 Paesi e fa parte delle organizzazioni internazionali istituite alla conferenza di Bretton Woods	FMI
Long Term Refinancing Operations	Operazioni di finanziamento della BCE al sistema bancario a 3 anni con un tasso dell'1% definita a fine 2011-inizio 2012	LTRO
Outright Monetary Transactions	Programma di eventuale acquisto di titoli governativi dell'EZ da parte della BCE per importi illimitati attivo dal settembre 2012	OMT
Prodotto Interno Lordo		PIL
Programma di Rifinanziamento del Debito Pubblico Europeo	Intervento della BCE funzionale a riprofilare il debito pubblico dell'Eurozona	EPDRP
Quantitative Easing	Intervento della BCE deciso il 4 settembre 2014 funzionale a rilanciare l'erogazione di crediti all'economia reale	QE
Indice di Supporto all'Economia Reale	Indice definito dal rapporto tra i prestiti a famiglie ed imprese e i titoli di stato nel portafoglio delle banche	RESI

Securities Market Programme	Programma di acquisto titoli governativi dell'EZ da parte della BCE attivo dal maggio 2012 al settembre 2012	SMP
Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System	Sistema di regolamento lordo dei pagamenti dei 17 Stati membri dell'UE e della Banca Centrale Europea	TARGET 2
Targeted Long Term Refinancing Operations	Operazioni di finanziamento della BCE al sistema bancario a 3 anni con un tasso dell'0,25% condizionali all'erogazione di parte del credito all'economia reale (famiglie ed imprese)	TLTRO
Unione Europea		UE

## Bibliografia

- Al-Eyd, A and S P Berkmen (2013), "Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area", IMF Working Paper 13/208.
- Bank of England (2013), "Monetary policy trade-offs and forward guidance", August.
- Bank for International Settlements (BIS), Consolidated Banking Statistics, <http://www.bis.org/>
- Bindseil, Ulrich, and Philipp Johann Koenig (2011), "The economics of TARGET2 balances", SFB 649 Discussion paper Nr. 2011-035
- Blanchard, O, G Dell'Ariccia, and P Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note, SPN/10/03
- Bloomberg, Bloomberg data provider
- Buitier, W and E Rahbari (2012), "Looking into the deep pockets of the ECB", Citi Economics, Global Economics View, 27 February 2012
- Buitier, W and E Rahbari, "The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area", CEPR Discussion Paper No. 8974, May 2012, Journal of Common Market Studies, Special Issue: The JCMS Annual Review of the European Union in 2011, September 2012, Volume 50, Issue Supplement s2, pp. 6-35
- Buitier, W and E Rahbari, "Why Governments Default", with Ebrahim Rahbari, in Rosa M. Lastra and Lee Buchheit eds. *Sovereign Debt Management*, Oxford University Press 2014, pp. 257-286
- Buitier, W and E Rahbari, "Greece and the fiscal crisis in the EMU," published in Greek in Gikas A. Hardouvelis, ed. *From the International Crisis to the Greek and Euro Area Crisis: what lies ahead?* Ekdotikos Oikos A. A. Libane, Athens, 21 Mar. 2011
- Buitier, W and E Rahbari (2012), "TARGET2 redux: The simple accountancy and slightly more complex economics of Bundesbank loss exposure through the Eurosystem," Citi Economics, Global Economics, 16 October 2012
- Bundesbank, Statistics, <http://www.bundesbank.de/>
- Carney, B and A Jolis, "Toward a United States of Europe", The Wall Street Journal, 17 December 2010, <http://online.wsj.com/articles/SB10001424052748704034804576025681087342502>
- Cour-Thimann, P (2013), "Target Balances and the Crisis in the Euro Area", Special Issue, CESifo, volume 14, no. 1
- De Grauwe, P (2011), "The Governance of a Fragile Eurozone", Economic Policy, CEPS Working Documents
- De Grauwe, P and Y Ji (2012), "How Germany can avoid wealth losses if the Eurozone breaks up: Limit conversion to German residents", VoxEU.org, 18 September

- Eichengreen, B and U Panizza (2014), Can large primary surpluses solve Europe's debt problem?
- <http://www.voxeu.org/article/can-large-primary-surpluses-solve-europe-s-debt-problem>, 30 July
- European Central Bank, Statistical Data Warehouse, <http://sdw.ecb.europa.eu/>
- European Central Bank, ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>
- European Central Bank, Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html)
- European Central Bank, Payments and markets, collateral, list of eligible marketable assets Warehouse, <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/index.en.html>
- European Central Bank, ECB modifies loan-level reporting requirements for some asset-backed securities, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904_1.en.html)
- European Central Bank, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August 2014,
- <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>
- European Central Bank, Interview of Mario Draghi, President of the ECB, conducted by Jean-Pierre Elkabbach (Europe 1) on Tuesday 23 September and aired on Wednesday 24 September, <http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2014/html/sp140924.en.html>
- European Central Bank, Towards a new collateral landscape Speech by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, at the 2nd Joint Central Bank Seminar on Collateral and Liquidity hosted by the ECB and the Deutsche Bundesbank, Hamburg, 17 September 2014,
- <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140917.en.html>
- European Central Bank, Decision of the European Central Bank 17 September 2014 on the implementation of separation between the monetary policy and supervision functions of the European Central Bank (ECB/2014/39), [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_ecb\\_2014\\_39\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ecb_2014_39_f_sign.pdf)
- Eurostat, Statistics, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>
- Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills (2014), "Final Report", European Commission, 31 March
- Frankel, F (2014), Italian growth: New recession or six-year decline?

- <http://www.voxeu.org/article/italian-growth-new-recession-or-six-year-decline>, 11 August
- German Federal Statistical Office, Statistisches Bundesamt, <http://www.statistik-portal.de/>
- Giavazzi, F and G Tabellini (2014), How to jumpstart the Eurozone economy, <http://www.voxeu.org/article/how-jumpstart-eurozone-economy>, 21 August
- Goodhart, Charles and Gerhard Illing (eds.) (2002), *Financial Crises, Contagion, and the lender of last resort, a Reader*, Oxford University Press
- Hildebrand, P, "France's economy needs to become more German", Financial Times online, 2 May 2013, <http://blogs.ft.com/the-a-list/2013/05/02/frances-economy-needs-to-be-become-more-german/>
- IMF (2014), "The fund's lending framework and sovereign debt", 22 May
- Keen, M and R de Mooij (2012), "Fiscal devaluation as a cure for Eurozone ills – Could it work?", VoxEU.org, <http://www.voxeu.org/article/fiscal-devaluation-cure-eurozone-ills-could-it-work> 6 April.
- Kohler, W (2012), "The Eurosystem in times of crises: Greece in the role of a reserve currency country?", CESifo Forum 13, Special Issue, January, 14-22
- Krishnamurthy, A and A Vissing-Jorgensen (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43(2): 215–287
- Manasse, P and G Trigilia (2011), Welcome to Eurotaly, <http://www.voxeu.org/article/welcome-eurotaly-if-italy-falls-so-does-europe>, 21 November
- Menichelli, F (2014), Lo squilibrio strutturale della bilancia dei pagamenti e le sue conseguenze, *Interventi*, <http://www.nens.it>
- Merler, S and J Pisani-Ferry (2012) "Hazardous tango: sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area", Banque de France, *Financial Stability Review*, No. 16 16th April 2012
- Minenna, M (2013), *La moneta incompiuta*, Ediesse
- Minenna, M (2014), "The European Public Debt Refinancing Program - Why the ECB Quantitative Easing Should Envisage Euro-Zone Government Bonds," SSRN Working Paper
- Mody, A and F Bornhorst (2012), TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe, VoxEU.org, 7 March
- Parello, P and V Visco (2012), "The European redemption fund: a comparison of two proposals", *Politica economica: rivista di studi e ricerche per la politica economica*, Vol. 28.2012, 3, p. 273-306
- Paris, P and C Wyplosz (2013), "Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone", *Geneva Reports on the World Economy Special Report 3*

- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S Rogoff (2010), “Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria”, Il Saggiatore (Collana La Cultura)
- Sinn, H W and T Wollmershäuser (2012), “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: the ECB’s Rescue Facility”, *International Tax and Public Finance*, 19(4), pp. 468-508
- Sinn, H W (2014), “Responsibility of States and Central Banks in the Euro Crisis”, CESifo, volume 15, no. 1
- Teulings, C and R Baldwin (2014), *Secular stagnation: Facts, causes, and cures – a new Vox eBook*, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>, 10 September
- Tornell, A and F Westermann (2012), “The tragedy of the commons at the European Central Bank and the next rescue”, VoxEu.org, 22 June
- Wenger, E (1997): “Nicht 90, sondern 150 Milliarden Verlust durch den Euro,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, (12)141, 21 July
- Whelan, K (2012), “TARGET2: Not why Germans should fear a euro breakup”, VoxEU.org