

Riforma del capitalismo e democrazia economica. Per un nuovo modello di sviluppo

a cura di

Laura Pennacchi e Riccardo Sanna

con il coordinamento della

Area delle Politiche di sviluppo della CGIL



Indice

Introduzione

La crisi e la riformabilità del capitalismo.
Lavoro e investimenti per un nuovo modello di sviluppo
di Laura Pennacchi 11

PARTE PRIMA

Attualità della «riforma del capitalismo» nella globalizzazione e nella crisi

Sulla rappresentanza politica del mondo del lavoro.
Lavoro, visioni dell'impresa, funzione imprenditoriale
di Silvano Andriani 45

Socialismo svedese, fondi dei salariati, riforma del capitalismo
di Paolo Borioni 55

Democrazia politica e democrazia economica
di Stefano Petrucciani 77

Le politiche di contrasto alla disuguaglianza dei redditi:
redistribuzione e predistribuzione
di Maurizio Franzini e Michele Raitano 87

Il fallimento delle politiche di *austerity* europee
nel contesto della *secular stagnation*
di Vladimiro Giacchè 105

Crisi economica e politiche non convenzionali: una nota
di Vincenzo Visco 131

Prevedere il capitalismo. Innovazioni di metodo
e innovazioni di contenuti
di Sergio Ferrari 135

Le tendenze dell'innovazione e il governo della domanda effettiva <i>di Stefano Lucarelli e Roberto Romano</i>	145
Lavoro e innovazione: una gabbia d'acciaio? <i>di Luca Baccelli</i>	165
<i>New Deal</i> , socializzazione degli investimenti e «piano del lavoro». L'eredità problematica di Roosevelt e Keynes <i>di Riccardo Bellofiore e Joseph Halevi</i>	187
PARTE SECONDA	
La riforma del capitalismo finanziario e la <i>strong battle</i> fra pubblico e privato	
Crisi e capitalismo finanziario <i>di Danilo Barbi</i>	201
Finanza ed economia reale. Ribaltare cause e conseguenze della crisi <i>di Andrea Baranes</i>	209
Banche e Stato <i>di Paolo Leon</i>	223
Un'altra finanza è possibile? <i>di Luca Fantacci</i>	231
Superare la crisi dell'Eurozona con un'attiva politica monetaria <i>di Marcello Minenna</i>	239
La riforma del sistema bancario <i>di Nicola Cicala</i>	255
Le privatizzazioni e l'arretramento del perimetro pubblico <i>di Roberto Artoni</i>	263
Costruire lo Stato innovatore: un nuovo quadro per la previsione e la valutazione di politiche economiche che creano (non solo aggiustano) il mercato <i>di Mariana Mazzucato</i>	273
Quale funzione innovativa per lo Stato? Qualche osservazione introduttiva <i>di Paolo De Ioanna</i>	295
Imposte e sviluppo <i>di Ruggero Paladini</i>	305

PARTE TERZA

Il mercato del lavoro, gli investimenti, la democrazia economica e industriale

Una proposta di politica industriale <i>di Cristiano Antonelli</i>	311
Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker <i>di Franco Bassanini e Edoardo Reviglio</i>	323
Modelli contrattuali, produttività, retribuzioni <i>di Giuseppe Travaglini</i>	349
Politiche del lavoro, imprese e sindacato: fatti e prospettive <i>di Andrea Ricci</i>	361
Tra divergenze strutturali e riforme del mercato del lavoro. Un confronto tra Italia, Francia, Germania negli anni della crisi <i>di Andrea Ciarini</i>	377
Le trasformazioni dell'impresa e della società hanno bisogno di un lavoro partecipativo? <i>di Francesco Garibaldi</i>	395
Riformare il capitalismo, oltre il mito del «valore per gli azionisti». Il modello di impresa socialmente responsabile e la sua <i>governance</i> democratica e <i>multi-stakeholder</i> <i>di Lorenzo Sacconi</i>	417
Democrazia economica e beni comuni <i>di Enrico Grazzini</i>	441
Dalla manifattura all'economia della conoscenza, rivendicando la democrazia economica <i>di Giacinto Militello</i>	457
Una <i>governance</i> delle imprese più democratica e inclusiva. Una esercitazione e qualche considerazione <i>di Mimmo Carrieri</i>	467
Trasformazioni del capitalismo, crisi e sindacato <i>di Danilo Barbi, Mauro Beschi, Riccardo Sanna</i>	485
<i>Le autrici e gli autori</i>	525

Riforma del capitalismo e democrazia economica.
Per un nuovo modello di sviluppo

*A Silvano Andriani, infaticabile e creativo
costruttore di idee di sviluppo*

Superare la crisi dell'Eurozona con un'attiva politica monetaria di Marcello Minenna

1. L'area valutaria unica e la sua struttura dei tassi 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 tra due aree valutarie sono sempre i tassi di interesse che definiscono relazioni di parità attraverso il tasso di cambio. Con la partenza dell'euro si è assistito ad una convergenza dei tassi di interesse dei paesi che avrebbero costituito l'Eurozona. In questa 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 europei. Questa identità ha orientato i comportamenti degli operatori sui mercati che hanno posto in essere operazioni di «quasi arbitraggio» sui titoli di Stato dei paesi che avrebbero costituito l'Eurozona (non a caso denominate «*convergency trades*»).

Infatti, i mercati – scommettendo sulle regole che non discriminavano i rischi dei vari debiti sovrani e del ruolo di garanzia svolto su tale aspetto dalla BCE – hanno venduto i titoli di Stato con i rendimenti più alti e hanno acquistato quelli con i rendimenti più bassi sino a quando tutti i titoli hanno mostrato il medesimo rendimento dei titoli tedeschi. Questa operatività è proseguita dopo la partenza dell'unione monetaria, attraverso un acquisto generalizzato da parte dei sistemi bancari dell'Eurozona dei titoli di Stato, determinando un fenomeno di europeizzazione dei vari debiti pubblici. Vi sono evidenze sul fatto che l'allineamento dei tassi di interesse abbia consentito un aumento della correlazione dei cicli economici altrimenti difficilmente realizzabile, incentivando allo stesso tempo le possibilità di spesa dei vari paesi membri con conseguente aumento del debito.

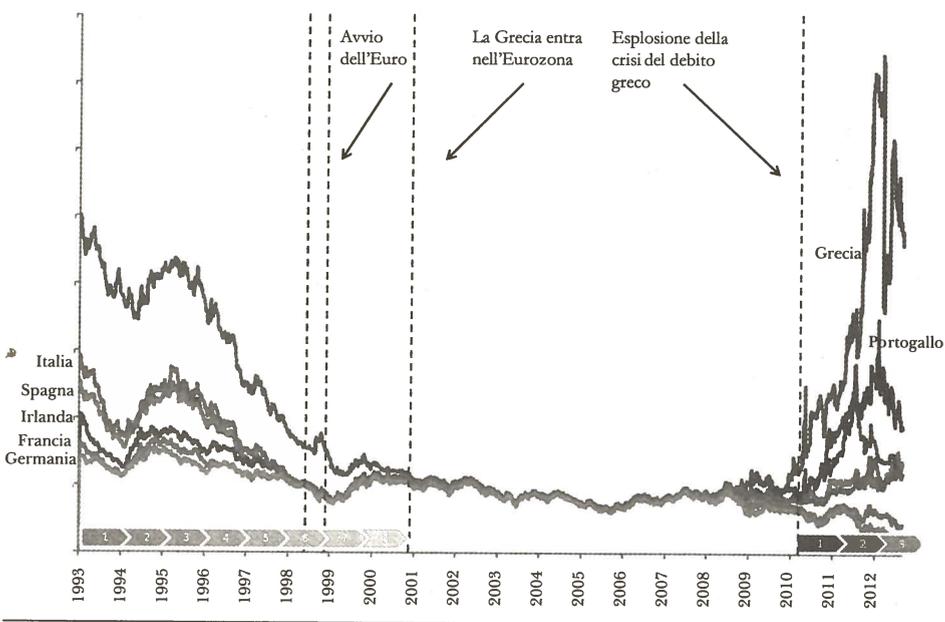
L'esplosione della bolla immobiliare americana – amplificata dall'abuso di derivati e dal *default* di *Lehman Brothers* – ha portato in evidenza i limiti della regolamentazione e delle convenzioni di mercato sulla misurazione del rischio di credito. Il rischio di credito nell'Eurozona era infatti omogeneo nei testi delle direttive, ma i paesi membri avevano beneficiato della germanizzazione dei tassi

di interesse e della europeizzazione dei debiti senza mettere in atto quelle riforme strutturali necessarie alla convergenza sostanziale delle economie.

L'interconnessione globale che i mercati finanziari avevano raggiunto a partire dagli anni novanta trasferì istantaneamente la crisi nell'Eurozona, trovandovi la «tempesta perfetta». 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. Divenne evidente che l'Eurosistema era un'architettura omogenea solo sulla carta e quindi correttamente si iniziò ad apprezzare un differente rischio di credito dei vari titoli governativi attraverso uno *spread*.

Tale *spread* aveva un'importante ripercussione 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) chiedendo in base alla rischiosità del paese un maggiore rendimento.

Figura 1 – Divergenza dei tassi di interesse dei titoli governativi (10 anni)



A rafforzare questo clima di incertezza sulla tenuta dell'Eurosistema, nel febbraio 2011, la BCE – quasi volendo prendere atto della disomogeneità tra i vari paesi – decise di conformarsi alla pratica di discriminazione dei collateralizzati effettuata sul mercato interbancario. A garantire l'uguaglianza dei rischi dei debiti dell'Eurozona veniva quindi a mancare anche il supporto della BCE. Questa

decisione non poté che essere interpretata dai mercati finanziari come l'assenza di una politica istituzionale in grado di difendere l'euro; divenne credibile una scommessa contro la tenuta dell'Eurozona. L'Italia venne attaccata in quanto paese membro che, per dimensione di PIL e debito, in caso di fallimento avrebbe potuto «far saltare» l'euro.

In poco meno di tre anni si disgregava dunque l'unicità della struttura a termine dei tassi dell'Eurozona che era stata costruita in quasi un decennio (figura 1).

Lo *spread* rappresenta nei fatti una contraddizione in termini rispetto al concetto stesso di area valutaria ed esprime l'incapacità di superare i nazionalismi dei vari paesi membri; in un'area valutaria non possono coesistere infatti 26 differenti curve dei tassi di interesse.

2. Debito pubblico e valute ombra

Un più alto tasso di interesse pagato sul rifinanziamento del debito pubblico implica che il governo è in difficoltà e «sfiduciato» dai mercati: in queste circostanze emerge abbastanza naturalmente il fenomeno della nazionalizzazione del debito pubblico; ai sistemi bancari nazionali è richiesto di farsi carico dei rischi dei propri debiti. Questo fenomeno presenta evidenti profili di criticità; primo tra tutti il fatto che il rischio di credito di un paese membro diviene perfettamente correlato a quello del proprio sistema bancario.

Un esempio perfetto di questo rapporto vizioso governi/banche è rappresentato dalla grave crisi finanziaria della Spagna nel 2012. Da circa il 2010 il sistema bancario spagnolo si era caricato dei titoli governativi «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 sostenibile, ma a causa dell'incidenza delle perdite sui debiti privati dovute alla crisi immobiliare la Spagna ha assistito al *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».

Il mercato interbancario dell'Eurozona nel corso della crisi si è dovuto adattare ad una realtà operativa diversa caratterizzata da *spread* sui tassi di interesse che riflettono le differenti rischiosità dei paesi membri. Tenuto conto che le transazioni finanziarie in media in Europa rappresentano dieci volte l'economia reale ciò implica che sui mercati le transazioni sono regolate in valute differenti: in euro-lire laddove lo *spread* rifletta il rischio Italia, o in euro-pesetas se riferite al rischio Spagna ecc.

Per intuire tale concetto, si consideri 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. 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.

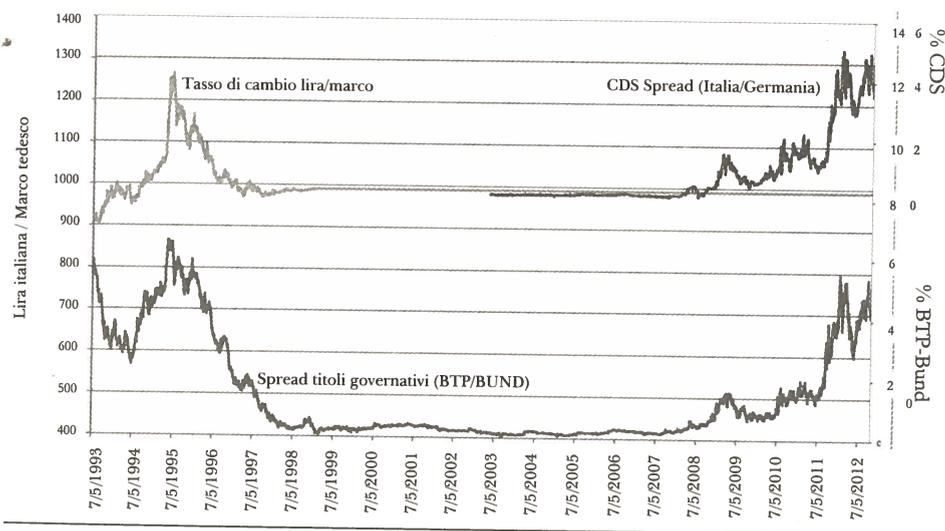
Senza perdite di generalità: prima della nascita dell'euro, prendendo ad esempio Italia e Germania, il differenziale di rendimento tra il BTP e il BUND ed il tasso di cambio lira-marco qualificavano le dinamiche anche di rischiosità tra le due economie (figura 2-sx); l'andamento dello *spread* BTP-BUND determinava quindi movimenti nel tasso di cambio lira-marco e viceversa.

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. 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 2-dx).

A partire dal 2008, con il conseguente apprezzamento da parte dei mercati finanziari delle differenti rischiosità dei debiti dei vari paesi membri dell'Eurozona, è riemerso nuovamente lo *spread* che, contrariamente al passato ed in mancanza di un tasso di cambio, è diventato un mero indicatore delle differenze con il rischio di credito della Germania. Lo strumento è ora rappresentato dal differenziale tra i premi pagati sui CDS (relativi al debito governativo italiano ed a quello tedesco (figura 2-dx).

Ipotizzando in astratto che il BTP e il BUND presentino la stessa rischiosità, la maggiore onerosità del BUND rispetto al BTP (espressa dallo *spread* BTP-BUND) sarebbe semplicemente il riflesso di un deprezzamento di un teorico tasso di cambio tra euro-lire ed euro-marchi che ha reso l'attività finanziaria tedesca più costosa. Quest'ultima grandezza finisce per svolgere, infatti, un ruolo di tasso di cambio «ombra» tra i due paesi analogo – tenuto conto della circostanza di condividere un'unica valuta – a quello svolto dal tasso di cambio lira-marco.

Figura 2 – Tasso di cambio, *spread* dei titoli governativi e dei CDS di Italia e Germania



L'impatto delle valute ombra potrebbe non rimanere confinato all'operatività del sistema bancario e potrebbe trasmettersi ai debiti pubblici dell'Eurozona in quanto viene amplificato dalla perdita della sovranità monetaria delle banche centrali nazionali a favore della BCE. L'impossibilità per i singoli paesi di controllare la loro offerta di moneta comporta l'oggettiva difficoltà ad imbastire qualsivoglia intervento di controllo sul debito pubblico. Tale circostanza in altre aree valutarie si verifica allorché il debito pubblico sia denominato in una valuta estera.

In questa prospettiva, lo *spread* rappresenterebbe 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 debito e deciderebbe plausibilmente di ridenominarlo in una nuova valuta ottenendo una svalutazione implicita. Tale considerazione qualifica un 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* e dato che tutti i principali paesi membri sono sopra tale percentuale. Alcuni, come l'Italia, largamente.

3. Gli squilibri strutturali della bilancia dei pagamenti

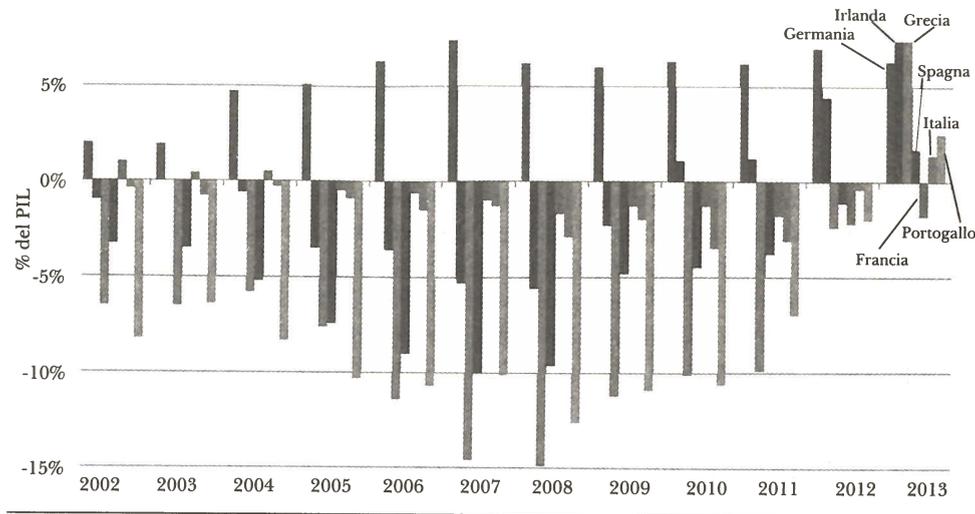
Dal 2002 fino al 2012 si è assistito alla compresenza di un persistente *surplus* commerciale tedesco e di un *deficit* di quasi tutti gli altri paesi dell'Eurozona (figura 3); questo *trend* si interrompe nel 2013 con un *surplus* dei paesi periferici, espressione però non di un miglioramento delle esportazioni bensì della riduzione delle importazioni per il crollo della domanda interna. Questi squilibri dei flussi commerciali hanno un'articolata spiegazione non solo riconducibile alle maggiori capacità del sistema produttivo tedesco.

Infatti, *surplus* commerciali tra due aree valutarie con sistema di cambi flessibili non possono essere in alcun modo permanenti. Il *surplus* di un paese avrebbe come contraltare un eccesso di domanda della sua valuta con apprezzamento del tasso di cambio; ciò implicherebbe che i prodotti del paese in *surplus* diverrebbero relativamente più costosi e pertanto si normalizzerebbe la bilancia commerciale. I paesi dell'Eurozona invece condividono la stessa valuta ed è come se operassero in un regime di cambi fissi.

L'euro nella prospettiva di un sistema valutario a cambi fissi offre pertanto una spiegazione degli squilibri dei flussi commerciali intraeuropei. A partire dal 2008 è stata osservata la persistenza nel tempo di *spread* elevati sui titoli governativi dei paesi periferici rispetto ai titoli tedeschi, al picco della crisi addirittura a due cifre. Tale circostanza ha contribuito ad aumentare le spese per interessi che il settore manifatturiero di tali paesi ha dovuto sostenere, determinando quindi una fonte di divario competitivo. Si tratta anche qui di meccanismi di carattere finanziario che incidono sull'industria manifatturiera europea e che si

aggiungono ad una situazione già compromessa dai differenziali di inflazione presenti nell'Eurozona.

Figura 3 – Andamento della Bilancia commerciale dei principali paesi dell'Eurozona (Eurostat 2002-2013)



Infatti, nonostante l'appartenenza ad un'area valutaria come l'euro in cui la BCE ha un obiettivo di inflazione impostato al 2%, i vari paesi membri dell'Eurozona hanno presentato un'inflazione eterogenea e comunque sempre tendenzialmente più alta di quella tedesca; ad esempio per l'Italia e la Spagna si sono cumulate nel tempo differenze positive rispetto alla Germania su base annua tra lo 0,6% e l'1,1%.

L'impatto degli *spread* sugli oneri finanziari da sostenere per supportare la produzione, laddove non ha potuto essere controbilanciato da una compressione dei salari o da delocalizzazione della produzione, è stato trasferito sui prezzi di vendita dei prodotti. Tenuto conto che larga parte del PIL è costituita da prodotti perfettamente sostituibili si è determinato un vantaggio competitivo per la Germania in termini di riduzione degli oneri per il finanziamento della produzione.

Per comprendere meglio questa dinamica si consideri ad esempio l'acquisto nell'Eurozona di fibra ottica – cioè di un prodotto la cui concorrenza è sostanzialmente sul prezzo – da parte di un'impresa USA. Prima dell'entrata nell'euro si ipotizzi un prezzo di 10 dollari sia da parte di un'impresa tedesca che da parte di una italiana. Trasferendo sul prezzo di vendita i maggiori oneri finanziari dovuti allo *spread* BTP-BUND e al differenziale di inflazione, nel 2013 l'impresa tedesca è in grado di vendere il prodotto a circa il 20% in meno di quanto può fare la sua concorrente italiana (cfr. figura 4). Gli *spreads* forniscono

un'ulteriore spiegazione del *surplus* commerciale tedesco. L'esame dell'andamento dei crediti commerciali erogati dal sistema bancario tedesco a favore dell'Eurozona consente infatti 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 derivante da minori oneri finanziari è evidente che uno schema di *vendor financing* trovi «terreno fertile». I crediti mostrano un andamento ciclico negli ultimi dieci anni; fino al 2010 cresce l'esposizione al rischio di credito verso l'Eurozona delle banche tedesche sino ad un livello di oltre 1.000 miliardi di euro, confermando quindi un'operatività di *vendor financing* della Germania.

Figura 4 – Gap competitivo tra i paesi dell'Eurozona



Nel biennio 2011-2012 vi è una riduzione dei crediti, pilotata dal provvedimento BCE degli LTRO. Le banche dei paesi periferici ricevono dalla BCE la liquidità per poter saldare i loro debiti verso la Germania, con riduzione dell'esposizione tedesca al rischio di credito dei paesi periferici generata dal *vendor financing*. Questo secondo ciclo si sta articolando in modo differente in quanto le misure di austerità hanno determinato una compressione della domanda di prodotti tedeschi da parte dei paesi periferici, con conseguente calo del livello di indebitamento delle loro banche verso le banche tedesche. Nell'Eurozona 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 che nei crediti delle banche tedesche verso l'Eurozona e resta l'unico paese in *deficit* commerciale nel 2013.

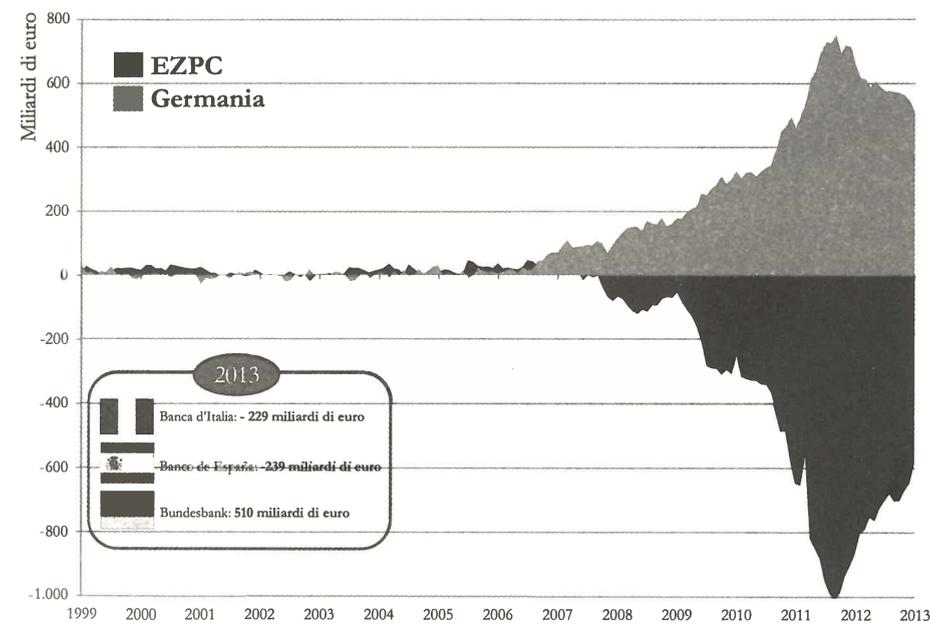
Contemporaneamente la Germania sta tentando di uscire dai confini europei avviando lo schema di *vendor financing* su scala *worldwide* attraverso il crescente peso dei paesi extra-UE, sia all'interno del saldo delle partite correnti sia tra i

destinatari dei crediti erogati dal suo sistema bancario. 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 tra diverse aree valutarie. Non potrà inoltre fare affidamento sulla rendita da posizione di cui gode all'interno dell'Eurozona, derivante prevalentemente da questioni di carattere finanziario.

4. Le disfunzioni architetturali riflesse nel saldo Target 2

Uno dei fondamenti dell'architettura dell'euro, ovvero il sistema interbancario *Target 2* – che registra i regolamenti di transazioni finanziarie tra le banche private ed il trasferimento sui bilanci delle banche centrali – fornisce una chiave di lettura delle disfunzioni dell'economia reale nell'Eurozona. In particolare, negli ultimi 12 anni il saldo netto *Target 2* ha evidenziato valori positivi (cioè crediti) persistenti della Germania rispetto ai paesi periferici (figura 5).

Figura 5 – Saldo netto Target 2 dei paesi periferici (EZPC) e della Germania



Un semplice esempio può far comprendere il significato di questo saldo. Quando una banca italiana cancella un debito di 100 verso una banca tedesca, l'operazione è regolata attraverso *Target 2* 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

conseguente registrazione del credito di 100 per la *Bundesbank*, questo viene garantito dall'Eurosistema e quindi mutualizzato tra tutti i paesi membri.

Prima dell'entrata in vigore del sistema *Target 2*, 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 della UE non consente all'Eurosistema di operare il salvataggio di una banca privata, le eventuali procedure di salvataggio sarebbero state a carico del governo tedesco. Ancor oggi problematiche di questo tipo non sono state superate dal legislatore comunitario; l'unione bancaria ed il discusso «Meccanismo Unico di Risoluzione» sono lontani in termini di realizzazione.

È dunque possibile capire perché all'interno del saldo netto *Target 2* sia annidato un rischio sistemico per l'Eurozona. 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 *Target 2* negativo pari a -123 miliardi di euro. È possibile presupporre che se il referendum avesse avuto un esito positivo questi debiti nei confronti delle altre banche centrali sarebbero teoricamente diventati esigibili. Ma in che termini? I debiti/crediti tra le varie banche centrali non hanno *maturity*: in termini formali è dovuto soltanto il flusso di interessi. La Grecia dunque avrebbe potuto limitarsi al pagamento di circa 61,5 milioni senza dovere dichiarare *default* o uscire dal sistema *Target 2*. Solo nello scenario (poco probabile) di impossibilità da parte della Grecia di far fronte a tale esigua somma, il saldo *Target 2* greco si trasformerebbe in una perdita secca per l'Eurosistema, da assorbire in solido tra tutti i membri restanti (mutualizzazione dei rischi).

Inoltre l'analisi congiunta delle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE (ovvero gli LTRO presi in prestito dai paesi periferici 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 *Target 2* tedesco fornisce una chiave di lettura del processo di mutualizzazione sull'Eurozona 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 *Target 2* tedesco mostra una crescita 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 lungo termine, non liquidati nell'immediato. Durante la crisi finanziaria, la posizione delle banche dei paesi periferici in termini di liquidità peggiora, mentre si accresce il rischio dell'esposizione creditoria delle banche tedesche.

Difficilmente le banche dei paesi periferici 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 dei pae-

si periferici 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 50), realizzando così il *deleveraging* del sistema bancario dell'Eurozona.

Appare dunque evidente come la liquidazione dei crediti tedeschi in composizione con gli acquisti di titoli di Stato lasci poco o nessuno spazio al *pass through* dei prestiti LTRO all'economia reale. È possibile dunque sostenere che i prestiti LTRO della BCE siano serviti a regolare i debiti verso l'Eurozona (principalmente verso la Germania) e a riacquistare titoli di Stato reimmessi massicciamente sul mercato (anche dalle banche tedesche) durante i periodi di *panic selling*. Questi dati mostrano come l'erogazione dei due LTRO da parte della BCE abbia salvato il sistema bancario dell'EZ supportando il sistema bancario tedesco.

5. La politica monetaria della BCE ed il suo futuro

Alla fine del 2014 l'Eurozona permane in uno stato disfunzionale; dal momento della sua progettazione gli squilibri commerciali e finanziari si sono accumulati nel tempo ed hanno messo in difficoltà le economie periferiche, affette da recessione, disoccupazione e deflazione.

Ragionando sui possibili interventi – anche strutturali – si constata come qualsiasi tentativo soltanto a livello dei singoli Stati membri non può risolvere in via definitiva i problemi economici e finanziari. Nel caso dell'Italia, non vi è dubbio che vi sono nodi strutturali da affrontare, quali la riforma amministrativa, della giustizia, la lotta all'evasione fiscale e la corruzione; tuttavia affrontare in via esclusiva questi problemi non basterà a riportare la crescita.

È indubbio che occorrerebbero interventi concertati a livello europeo che affrontino l'armonizzazione delle politiche fiscali. Tuttavia, al momento è possibile intervenire in maniera coordinata su tutta l'Eurozona soltanto attraverso la politica monetaria con misure implementabili dalla BCE che consentano di ottenere apprezzabili risultati nel breve periodo.

5.1. Pagare subito meno interessi

Allo stato attuale la BCE ha nel suo attivo circa 300 miliardi di euro di titoli governativi dell'Eurozona, principalmente degli Stati periferici. Questi titoli sono fruttiferi di interessi, che vengono pagati alla BCE: si stima che tali interessi ammontino a circa 10 miliardi di euro l'anno, di cui 4 miliardi l'anno pagati dal governo italiano.

Secondo le norme statutarie, la BCE ridistribuisce questi interessi alle banche centrali dell'Eurozona 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.

Paradossalmente quindi l'Italia, insieme agli altri Stati periferici, sostiene de-

gli oneri finanziari – che pesano sul bilancio – che sono connessi ad un programma di mitigazione delle difficoltà finanziarie del paese. Pertanto una misura immediata sarebbe quella di sospendere il pagamento degli interessi sui titoli governativi nel portafoglio BCE, ottenendo un beneficio per gli Stati periferici di circa 10 miliardi l'anno.

5.2. Rifinanziare il debito pubblico europeo

Un secondo *step* di intervento più incisivo vede la BCE imitare il comportamento della FED all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, avviando quindi un *quantitative easing* su larga scala, volto a re-profilare le scadenze del debito europeo e ad abbattere la spesa per interessi. La misura si concretizza nell'acquisto di titoli governativi da parte della BCE attraverso un Programma di rifinanziamento del debito pubblico europeo (EPDRP).

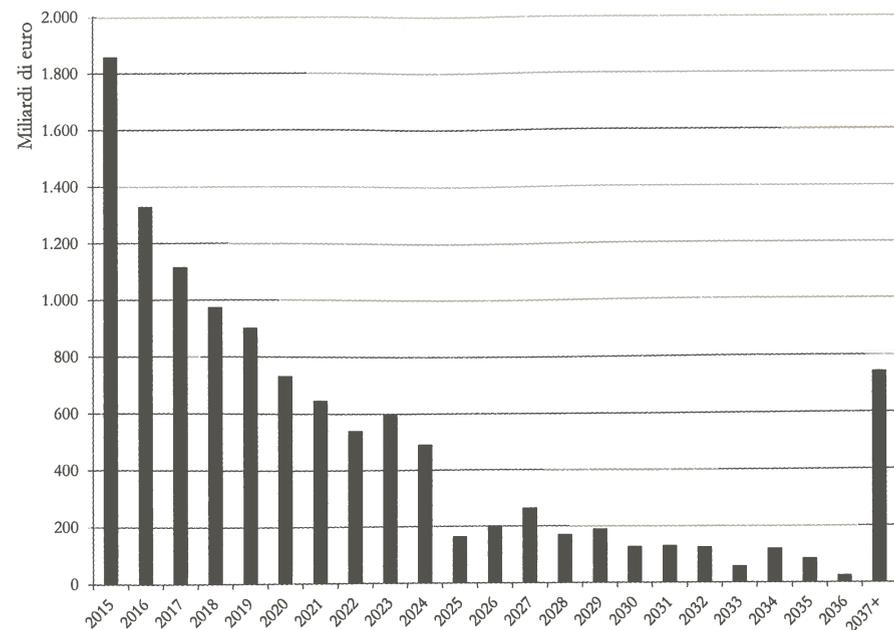
Il rifinanziamento del debito dei paesi dell'Eurozona viene effettuato per il tramite di titoli a lungo termine acquistati dalla BCE fino al 40% del PIL, pari a circa 4.000 miliardi di euro. Una simile espansione del bilancio BCE non è inusuale per una banca centrale. Ad esempio, negli USA attualmente la Federal Reserve detiene intorno ai 4.000 miliardi di dollari di titoli di debito pubblico su cui non percepisce interessi: circa il 50% di questi sono stati emessi dal Tesoro USA e il restante 50% sono titoli garantiti da mutui (*MBRS*) emessi dalle società pubbliche *Fannie Mae* e *Freddie Mac*.

Usando il PIL come numerario, lo scetticismo tedesco verso la mutualizzazione dei rischi sovrani verrebbe a ridursi in quanto alla Germania spetterebbero circa 1.150 miliardi di euro di rifinanziamento del debito. In considerazione delle scadenze medie del debito dei paesi dell'Eurozona il Programma dovrebbe avere una durata di circa 4 anni (figura 6), garantendo la sospensione delle aste.

Si evidenzia inoltre che lo EPDRP non altererebbe l'entità del debito degli Stati periferici e realizzerebbe in modo *soft* un *re-profiling* in quanto ogni paese rifinanzerebbe il debito con titoli a lunga scadenza acquistati dalla BCE. Inoltre, il Programma avrebbe come ulteriore vantaggio quello di ridurre gli interessi pagati dagli Stati periferici fino a 90 miliardi di euro al termine dei 4 anni, liberando così risorse finanziarie che potrebbero contribuire a rilanciarne l'economia e a rispettare gli obiettivi del Fiscal Compact, ammesso che questo continui a essere 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 base monetaria permanente, ponendo perciò i presupposti per una ripresa della domanda interna dell'Eurozona e consentendo al contempo l'uscita dall'attuale stato di deflazione e supportando così la BCE nel raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2% per l'area euro.

Figura 6 – Struttura per scadenze del debito pubblico dell'Eurozona



5.3. Monetizzare una parte del debito

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 velocemente.

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 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 in base alla dimensione del loro debito).

L'intervento consisterebbe nel graduale acquisto da parte della BCE – modificandone opportunamente i trattati istitutivi – di titoli di Stato per quasi 3.830 miliardi di euro (cifra pari alla somma del 30% del PIL UE) e nel loro contestuale annullamento. La gradualità viene realizzata selezionando i titoli seguendo la struttura per scadenza del debito dei vari paesi; la durata minima dell'intervento si può stimare in 36/48 mesi.

L'effetto immediato della proposta sarebbe la riduzione dello stock di debito sovrano nell'Eurozona. In particolare il rapporto debito/PIL si posizionerebbe al di sotto della soglia del 100% per tutti i paesi dell'UE (Grecia esclusa). Il ridimensionamento dei livelli di debito sovrano a sua volta consentirebbe agli Stati membri di evitare per un po' il rifinanziamento del debito. La proposta avrebbe il pregio di redistribuire in modo equo e virtuoso il contributo della BCE nei confronti degli Stati appartenenti all'Eurozona in proporzione al positivo contributo dato alla crescita, risultando così più facilmente accettabile anche dai paesi *core*, da sempre contrari a forme di monetizzazione.

In analogia con il programma EPDRP, la monetizzazione espanderebbe la base monetaria, accentuando gli effetti di ripresa della produzione e cancellando le aspettative di deflazione. Allo stato, il rischio di un'accelerazione delle dinamiche inflattive appare basso in rapporto ai benefici conseguibili.

6. Conclusioni

Il 2015 si è avviato con una moderata ripresa degli indicatori macroeconomici su scala mondiale; i dati congiunturali sono migliorati grazie alla drastica riduzione dei costi dell'energia e sembra che l'economia europea possa approfittare di un periodo di relativa calma per accelerare sul necessario processo di integrazione. Nel frattempo le minacce di deflazione hanno spinto la BCE ad avviare un complesso programma di acquisto titoli per un valore complessivo di 1.100 miliardi di euro, che comprende anche l'acquisto di titoli governativi, oltre che privati. Sebbene tale intervento preveda sicuramente un'espansione della base monetaria, le caratteristiche tecniche della sua implementazione lo rendono piuttosto lontano dagli interventi di politica monetaria proposti in questa sede (EPDRP e parziale monetizzazione, § 5.2 e 5.3).

Le principali differenze si delineano in tema di ripartizione dei rischi: nell'attuale QE della BCE l'80% degli acquisti viene effettuato dalle banche centrali nazionali ed i rischi connessi con i titoli in bilancio rimangono in capo alle stesse; solo il 20% del programma è dunque effettuato nella prospettiva di una piena mutualizzazione dei rischi come delineato nel programma EPDRP. La nazionalizzazione dei rischi segnala una sfiducia complessiva delle massime istituzioni europee nel progetto euro, visto che tende a tutelare legalmente la BCE da possibili perdite sui titoli acquistati dovute ad improvvisi mutamenti della struttura normativa dell'Area euro. Stiamo facendo riferimento ad eventi di abbandono dell'Eurozona da parte di una specifica nazione o blocco di nazioni. In tal caso infatti, le banche centrali nazionali avrebbero comunque l'obbligo di restituire alla BCE il controvalore dei titoli in euro, a prescindere da eventuali provvedimenti di ridenominazione del debito nazionale in una nuova valuta.

Inoltre, a differenza dei programmi EPDRP e di monetizzazione parziale, il QE sta acquistando titoli sul mercato secondario e non in asta. Pur sembrando

un dettaglio tecnico minore, in realtà questa caratteristica sta modificando profondamente la microstruttura del mercato europeo dei titoli di Stato. In particolare, dopo tre mesi di acquisti da parte della banca centrale si sta osservando una riduzione della liquidità sui mercati con contestuale forte aumento della volatilità dei rendimenti; questo genere di *pattern*, più simile al comportamento di un mercato azionario emergente, sta modificando i comportamenti degli operatori sul più grande mercato obbligazionario mondiale incentivando *attitudes* speculative. Le banche stanno trovando più profittevole intermediare titoli sul mercato attraverso strategie di acquisto/vendita ottenendo dei profitti in conto/capitale, piuttosto che utilizzare le risorse ottenute dalla vendita di titoli per riavviare in maniera decisa il circuito di trasmissione del credito all'economia reale.

Dal lato dell'inflazione, nei mesi successivi all'annuncio del QE si è osservato un modesto rimbalzo degli indicatori, parzialmente influenzato dalla ripresa dei prezzi dell'energia; a questo stadio risulta comunque prematuro cercare di identificare se e come il programma di acquisto stia almeno incidendo sulle aspettative di inflazione.

In definitiva, le misure di politica monetaria attuate muovono dei passi nella giusta direzione, ma con alcuni limiti operativi evidenti. Resta indiscussa la possibilità di intervenire agevolmente in corso d'opera sulle caratteristiche tecniche del programma di acquisto titoli per affrontare i maggiori problemi emersi in questo primo periodo di applicazione. Questi interventi, agevoli e di limitata entità, sarebbe di grande utilità per permettere all'Eurozona di beneficiare a pieno del cambio di marcia del quadro macroeconomico, nella prospettiva di un'accelerazione del processo di integrazione strutturale dell'Unione Europea.

Bibliografia

- Al-Eyd A., Berkmen S.P. (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 U., Koenig P.J. (2011), *The Economics of TARGET2 Balances*, SFB 649 Discussion paper n. 2011-2035.
- Bundesbank, *Statistics*, <http://www.bundesbank.de/>.
- Cour-Thimann Ph. (2013), *Target Balances and the Crisis in the Euro Area*, CESifo Forum, 14.
- De Grauwe P. (2011), *The Governance of a Fragile Eurozone*, Economic Policy, CEPS Working Documents.
- Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills (2014), *Final Report*, European Commission, 31 March.
- European Central Bank, *Statistical Data Warehouse*, <http://sdw.ecb.europa.eu/>.
- Eurostat, *Statistics*, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>.

- German Federal Statistical Office, *Statistisches Bundesamt*, <http://www.statistik-portal.de/>.
- Goodhart C., Illing G. (eds.) (2002), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort, a Reader*, Oxford University Press.
- IMF (2014), *The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt*, 22 May.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A. (2011), *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 43, n. 2, pp. 215-287.
- Menichelli F. (2014), *Lo squilibrio strutturale della bilancia dei pagamenti e le sue conseguenze*, Interventi, <http://www.nens.it>.
- Minenna M. (2013), *La moneta incompiuta*, Ediesse, Roma.
- Minenna M. (2015), *The ECB's QE: A Mix of Credit Derivatives Fostering the EZ Disaggregation*, <http://soberlook.com/2015/02/the-ecbs-qe-mix-of-credit-derivatives.html>.
- Minenna M. (2015), *First Raw Data on ECB QE Show Asymmetrical Purchase Patterns; Yes, Negative Rates Have a Role in It*, <http://soberlook.com/2015/04/first-raw-data-on-ecb-qe-show.html>.
- Minenna M. (2015), *Volatility Is a QE Bug, Not a Feature*, <http://www.wsj.com/articles/volatility-is-a-qe-bug-not-a-feature-1433790767>.
- Mody A., Bornhorst F. (2012), *TARGET Imbalances: Financing the Capital-account Reversal in Europe*, VoxEU.org, 7 March.
- Parello P.P., Visco V. (2012), *The European Redemption Fund: A Comparison of Two Proposals*, in *Politica economica: rivista di studi e ricerche per la politica economica*, vol. 28, n. 3, pp. 273-306.
- Paris P., Wyplosz C. (2013), *Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 3.
- Sinn H.W., Wollmershäuser T. (2012), *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: the ECB's Rescue Facility*, in *International Tax and Public Finance*, vol. 19, n. 4, pp. 468-508.
- Sinn H.W. (2014), *Responsibility of States and Central Banks in the Euro Crisis*, CESifo, vol. 15, n. 1.

Le autrici e gli autori

- Silvano Andriani, presidente CESPE (Centro studi di Politica Internazionale).
Cristiano Antonelli, Università di Torino e Collegio Carlo Alberto.
Roberto Artoni, professore di Scienza delle finanze, Università Bocconi di Milano, Dipartimento di Analisi delle politiche e management pubblico.
Luca Baccelli, professore di Filosofia del diritto, Università degli studi di Camerino.
Andrea Baranes, presidente della Fondazione culturale Responsabilità Etica, della rete di Banca Etica. Portavoce di Sbilanciamoci!.
Danilo Barbi, segretario confederale nazionale della CGIL.
Franco Bassanini, professore di Diritto costituzionale, Sapienza Università di Roma. Già presidente della Cassa Depositi e Prestiti. Già ministro e sottosegretario, senatore e deputato.
Riccardo Bellofiore, professore di Economia politica, Università degli studi di Bergamo.
Mauro Beschi, Forum delle Politiche economiche della CGIL.
Paolo Borioni, Fondazione Brodolini, NordWel e Center for Nordic Studies.
Mimmo Carrieri, professore ordinario di Sociologia economica e del lavoro, Università di Teramo.
Andrea Ciarini, Dipartimento di Scienze sociali, Sapienza Università di Roma.
Nicola Cicala, Istituto studi, ricerca e formazione Lavoro Assicurazioni e Banche (LAB) FISAC CGIL.
Paolo De Ioanna, consigliere di Stato.
Luca Fantacci, professore di Storia economica, Università Bocconi di Milano, Dipartimento di Analisi delle politiche e management pubblico.
Sergio Ferrari, già direttore generale ENEA.
Maurizio Franzini, Dipartimento di Economia e Diritto, Sapienza Università di Roma.
Francesco Garibaldo, direttore della Fondazione «Claudio Sabattini». Già direttore e, attualmente, membro del comitato scientifico dell'IRES Emilia-Romagna.
Vladimiro Giacchè, presidente del CER (Centro Europa Ricerche).
Enrico Grazzini, giornalista economico e saggista.

- Joseph Halevi, docente di Economia politica all'Università di Sydney.
- Paolo Leon, professore emerito di Economia pubblica, Facoltà di Economia, Università di Roma Tre.
- Stefano Lucarelli, ricercatore in Economia Politica, Università di Bergamo.
- Mariana Mazzucato, professoressa di Economia dell'innovazione, Università del Sussex, Science Policy Research Unit (SPRU).
- Giacinto Militello, già segretario confederale nazionale della CGIL. Già presidente dell'INPS e membro del primo Collegio dell'Antitrust.
- Marcello Minenna, professore di Finanza quantitativa, Università Bocconi di Milano. Capo Ufficio Analisi quantitative CONSOB.
- Ruggero Paladini, docente di Scienza delle Finanze, Sapienza Università di Roma.
- Laura Pennacchi, economista. Già sottosegretario al Tesoro con il primo governo Prodi. Dirige la Scuola di democrazia della Fondazione Basso. Coordina il Forum delle politiche economiche della CGIL.
- Stefano Petrucciani, professore di Filosofia politica, Sapienza Università di Roma, Facoltà di Lettere e Filosofia.
- Michele Raitano, Sapienza Università di Roma e Fondazione Giacomo Brodolini.
- Edoardo Reviglio, docente di Economia, Università LUISS Guido Carli.
- Andrea Ricci, economista, ricercatore presso l'ISFOL.
- Roberto Romano, ricopre incarichi di studio e ricerca presso la CGIL Lombardia.
- Lorenzo Sacconi, professore ordinario di Politica economica all'Università di Trento e direttore di EconomEtica, centro interuniversitario per l'etica economica e la responsabilità sociale di impresa.
- Riccardo Sanna, coordinatore dell'Area delle Politiche di sviluppo della CGIL.
- Giuseppe Travaglini, professore di Economia politica, Università Carlo Bo di Urbino.
- Vincenzo Visco, professore di Scienza delle finanze, Sapienza Università di Roma, Facoltà di Economia. Presidente del Centro studi NENS (Nuova Economia Nuova Società). Già ministro e sottosegretario.

Finito di stampare
nel mese di agosto 2015
dalla Tipografia O.GRA.RO.
Vicolo dei Tabacchi, 1 - Roma