

# Indice

<b>Prefazione</b>	
<i>di Romano Prodi</i>	13
<b>Premessa</b>	23
Ringraziamenti	31
<i>Capitolo primo</i>	
<b>I mattoni elementari dell'area valutaria unica europea</b>	33
<b>1.1. I concetti di base: flussi finanziari, rischi e distribuzioni di probabilità</b>	33
1.1.1. Il rischio di tasso di interesse	34
1.1.2. Il tasso <i>Swap</i> di un'operazione finanziaria a tasso variabile	39
1.1.3. Il rischio di credito	40
1.1.4. I <i>Credit Default Swap</i> (CDS)	44
<b>1.2. Rischio di credito sovrano, debito pubblico e inflazione</b>	46
<b>1.3. La curva unica dei tassi di interesse: Euribor, Euro Swap, Eurepo</b>	56
1.3.1. Una curva unica per i titoli governativi dei Paesi dell'Area Euro	57
1.3.2. Il mercato interbancario europeo: Euribor, EuroSwap, OIS	58
1.3.3. Le garanzie interbancarie: il collaterale e la curva Eurepo	63
<b>1.4. La politica monetaria nell'Eurozona e i meccanismi di trasmissione</b>	66
1.4.1. La politica della BCE e il divieto di monetizzazione dei debiti sovrani	66
1.4.2. Meccanismi di trasmissione della politica monetaria	68
<b>1.5. Il riconoscimento e la gestione del rischio di credito sovrano</b>	75
1.5.1. I <i>Credit Default Swap</i> sul debito sovrano	76
1.5.2. Il concetto di «base» e le relazioni di arbitraggio	81
1.5.3. Il premio lordo di liquidità	89

## Capitolo secondo

### **L'architettura dell'Eurozona e i paradigmi di funzionamento** 97

#### **2.1. Le relazioni del sistema finanziario europeo** 97

2.1.1. L'intermediazione del debito sovrano da parte del sistema bancario 98

2.1.2. L'importanza del collaterale: i ruoli della BCE e del mercato *Repo* 104

2.1.3. I parametri di convergenza di Maastricht 109

2.1.4. La convergenza dei tassi di interesse nell'Eurozona come fenomeno puramente finanziario 115

#### **2.2. I meccanismi di trasmissione tra finanza ed economia reale nell'Eurozona** 120

2.2.1. Differenze strutturali e congiunturali delle economie dell'Eurozona 120

2.2.2. Squilibri permanenti dei flussi finanziari e inefficienza della curva unica dei tassi di interesse 130

2.2.3. Il sistema dei pagamenti dell'Eurosistema *Target2* 139

2.2.4. L'insussistenza di meccanismi di riequilibrio automatici 145

## Capitolo terzo

### **Disfunzioni dell'area valutaria unica nel contesto di crisi internazionale** 151

#### **3.1. Prima della crisi: effetti collaterali della moneta unica** 151

3.1.1. Crescita dei debiti sovrani 152

3.1.2. Bolle speculative 154

#### **3.2. La crisi: divergenza delle curve del debito sovrano e sgretolamento della curva unica dei tassi** 160

3.2.1. La paradossale dinamica dei tassi di interesse reali durante la crisi 168

3.2.2. Dinamica e volatilità dei *Credit Spread*: le valute ombra 174

## Capitolo quarto

### **Meccanismi disfunzionali dell'Eurozona** 187

#### **4.1. L'esplosione dei saldi Target2 e l'accumulo insostenibile degli squilibri strutturali** 188

4.1.1. Le partite correnti e il permanente *surplus* commerciale tedesco 189

4.1.2. Il conto finanziario e la fuga degli investitori dai Paesi periferici verso la Germania 192

4.1.3. I crediti non regolati in circolazione nell'Eurosistema ed il ciclo di *vendor financing* 198

4.1.4. Il ruolo della BCE nell'assestare lo squilibrio dei flussi finanziari 205

4.1.5. La quantificazione del rischio sistemico ed il danno potenziale 209

<b>4.2. La nazionalizzazione del debito pubblico: il caso Italia</b>	210
<b>4.3. La nazionalizzazione del debito pubblico spinta all'estremo: il caso Grecia</b>	220
4.3.1. L'evoluzione del debito greco nel periodo pre-crisi e il ruolo delle banche internazionali (2002-2008)	221
4.3.2. Il primo salvataggio internazionale (2010-2012)	224
4.3.2.1. <i>Il processo di nazionalizzazione del debito</i>	224
4.3.2.2. <i>Il «defilamento» degli investitori istituzionali e l'ingresso dei governi nel rischio Grecia</i>	227
4.3.3. Lo <i>Swap</i> sul debito del marzo 2012 e la ricapitalizzazione fittizia del sistema bancario greco	230
4.3.4. L'abbandono delle banche internazionali e l'accollo dei rischi da parte dei governi dell'Eurozona (2012-2015)	235

*Capitolo quinto*

<b>La relazione patologica tra banche e governi</b>	247
<b>5.1. L'intermediazione da spread</b>	247
<b>5.2. Il rapporto patologico banche-governi: la Collateral Discrimination sul mercato interbancario</b>	259
<b>5.3. I meccanismi di divergenza in azione: sinergie ed accelerazioni</b>	278
<b>5.4. Case Studies: il processo di divergenza in alcuni Paesi periferici</b>	287

*Capitolo sesto*

<b>Il rischio di rottura dell'Euro</b>	301
<b>6.1. Una prospettiva storica sulla possibile rottura dell'Euro</b>	302
<b>6.2. La probabilità di rottura dell'Euro</b>	307
<b>6.3. Costi ed incentivi connessi all'uscita dall'Euro</b>	321

*Capitolo settimo*

<b>Assistenza finanziaria e accordi fiscali nell'Eurozona</b>	337
<b>7.1. I Fondi sovranazionali di assistenza finanziaria</b>	337
7.1.1. Lo European Financial Stability Facility (EFSF)	338
7.1.2. Il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM)	348
<b>7.2. Le riforme del Patto di Stabilità e Crescita e il <i>Fiscal Compact</i></b>	355

*Capitolo ottavo*

<b>Gli interventi straordinari della BCE</b>	367
<b>8.1. Il <i>Securities Market Programme</i> e gli acquisti di <i>Covered Bonds</i></b>	368
<b>8.2. Le <i>Long Term Refinancing Operations</i> di dicembre 2011 e febbraio 2012</b>	372

<b>8.3. Le <i>Outright Monetary Transactions</i> (OMT)</b>	372
<b>8.4. Le <i>Targeted Long Term Refinancing Operations</i></b>	374
<b>8.5. Il <i>Quantitative Easing</i></b>	375
8.5.1. Il lato privato del Quantitative Easing della BCE	376
8.5.2. Il lato pubblico del Quantitative Easing della BCE	380

*Capitolo nono*

<b>Gli interventi europei e nazionali sui sistemi bancari</b>	401
<b>9.1. L'Unione bancaria</b>	401
<b>9.2. La ricapitalizzazione occulta dei sistemi bancari periferici</b>	404
<b>9.3. Gli aiuti di Stato ai sistemi bancari dei Paesi <i>core</i></b>	411

*Capitolo decimo*

<b>La mutualizzazione dei debiti pubblici e i trasferimenti fiscali</b>	415
<b>10.1. La mutualizzazione del debito pubblico dell'Eurozona</b>	415
10.1.1. Il Programma PADRE ( <i>Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone</i> )	425
10.1.2. Lo « <i>European Redemption Fund</i> » e la Proposta Visco-Parello	427
10.1.3. Il «Piano Merkel» di Varoufakis-Holland-Galbraith	428
<b>10.2. La moneta fiscale e altre teorie per la soluzione unilaterale dei problemi dei Paesi periferici</b>	430
<b>10.3. I trasferimenti: proposte per un equilibrio strutturale dei flussi finanziari</b>	431

*Capitolo undicesimo*

<b>Proposte di politica monetaria per superare la crisi</b>	443
<b>11.1. Riformare gli obiettivi statutari della BCE: lo <i>Zero-Spread Target</i></b>	444
<b>11.2. La cancellazione degli interessi sui titoli governativi acquistati dalla BCE</b>	448
<b>11.3. Il Programma di Rifinanziamento del Debito Pubblico Europeo</b>	450
<b>11.4. Un intervento molto più pervasivo: la monetizzazione parziale del debito</b>	455
<b>11.5. Il Programma di acquisto delle cartolarizzazioni garantite dagli Stati sovrani</b>	459
Schema 1 – Collaterale di bassa qualità & Garanzia sovrana sulla tranche mezzanine	464
Schema 2 – Collaterale di bassa qualità & Garanzia mista sulla tranche mezzanine	465
Schema 3 – Collaterale di media qualità & Garanzia sovrana sulla tranche mezzanine	465
Schema 4 – Collaterale di qualità media & Garanzia mista sulla tranche mezzanine	466

<b>11.6. Una misura di sostegno diretto all'economia reale: la cancellazione dei debiti deteriorati del settore privato non finanziario</b>	468
<b>11.7. La gestione del caso della Grecia</b>	469
<i>Capitolo dodicesimo</i>	
<b>La trasparenza come strumento di contrasto all'assunzione incontrollata di rischi e di prevenzione delle crisi</b>	473
<b>12.1. La necessità di una logica di mercato alla base della regolamentazione del settore finanziario</b>	473
<b>12.2. Implicazioni della mancanza di trasparenza sui rischi a livello macro</b>	476
<b>12.3. Fair value e scenari di probabilità come soluzione al problema della trasparenza</b>	477
<b>Bibliografia</b>	489
APPENDICE	
<b>Cronistoria della crisi dell'Eurozona dal 2007 ad oggi</b>	521