



1 LUGLIO 2019



LA FINANZA PUBBLICA ITALIANA: VERSO IL COLLASSO?

Intervento di Marcello Minenna

Indicatori di mercato segnalano venti di rallentamento sull'economia globale. Innanzitutto il livello dei titoli di debito a tassi negativi che ha raggiunto un massimo di quasi 13.000 miliardi di dollari su base planetaria. E questo, se da un lato segnala che qualcosa non sta funzionando, dall'altro ridimensiona il problema della crescita del debito globale perché il debito trova da solo un *modus vivendi* in quanto si ripaga in qualche modo da sé.

I timori aumentano se si considera l'appiattimento della struttura a termine dei tassi d'interesse che in molte aree valutarie è già culminato nell'inversione: il denaro costa più a breve che a lungo termine.

Attraverso analisi su dati di mercato si può stimare, per quanto riguarda l'area dollaro, nei prossimi dodici mesi una probabilità di entrare in recessione del 30%. Segnali concordanti provengono da vari indicatori tra cui quello sul *sentiment* o sull'andamento del settore manifatturiero come il *Purchasing Managers Index*.

Nella stessa direzione l'andamento del commercio globale in rallentamento da tempo e comunque prima che da luglio 2018 partisse la guerra dei dazi che ha colpito l'*automotive* nell'Eurozona, l'elettronica in Cina, l'agricolo negli USA.

A questo si aggiunge che nonostante le espansioni monetarie senza precedenti nelle principali aree valutarie del pianeta, l'inflazione non arriva. È come se l'inflazione stesse diventando qualcosa di esogeno alla capacità di controllo della politica monetaria. Nell'Eurozona questa intuizione trova dei fondamenti nell'architettura dell'euro in quanto i debiti pubblici dei vari Stati membri non possono essere monetizzati per prevenire possibili eventi di *default*. La BCE non può infatti intervenire e quindi il rischio dei *Govies*, cioè i titoli sovrani dell'Eurozona, diviene principalmente il rischio di credito dei singoli Stati membri perdendo la tipica *constituency* (comune nelle altre aree valutarie dove non vi è questo limite operativo per la banca centrale) di rischio di inflazione. La natura esogena del rischio di inflazione nelle altre aree valutarie ha pertanto una

differente genesi. C'è una spiegazione demografica. La forza lavoro nelle aree valutarie più evolute sta drammaticamente invecchiando e con essa l'elasticità salari-inflazione.

In questo contesto la guerra commerciale avviata dalla *Trumpnomics* non aiuta. C'è da chiedersi per quanto durerà la *pax* tra USA e Cina che comunque prelude a venti di guerra commerciale con l'Europa.

E poi impera oramai il sovranismo valutario: i banchieri centrali in linea con le politiche governative intervengono nella *governance* dell'andamento della propria valuta sul mercato *Forex*. Nel caso dell'euro/dollaro avviene addirittura a colpi di *tweet* seguiti dalle *minutes* delle autorità monetarie.

Ciononostante, la pragmatica constatazione dei segnali di rallentamento globale ha portato ad un intervento coordinato dei banchieri centrali che hanno compreso la necessità di cambiare rotta nella direzione di abbandonare qualsiasi forma di restrizione della politica monetaria.

Dai dati di mercato si possono oramai inferire probabilità assai elevate di ben due tagli dei tassi di interesse nei prossimi 12 mesi negli USA; un taglio dei tassi potrebbe essere possibile anche nell'Eurozona.

Se l'allentamento della politica monetaria è quindi una decisione acquisita dai mercati, cosa diversa – anche alla luce della difficoltà di riportare livelli di inflazione soddisfacenti nell'economia – è definire gli strumenti più efficaci per assicurare la trasmissione degli interventi dei banchieri centrali al sistema economico e finanziario.

L'appiattimento e l'inversione della struttura a termine dei tassi di interessi infatti complicano il problema e il noto obiettivo di stabilità dei prezzi con la fissazione di un livello di inflazione intorno al 2% viene messo sempre più in discussione a favore di un obiettivo di controllo dell'intera curva dei tassi (c.d. *yield-curve-control*). Il Giappone ha già visto la sua banca centrale muoversi in questa direzione. In altri termini la Bank of Japan non punta più ad un valore del 2% del tasso di inflazione come fanno ancora FED e BCE, ancorché con modalità differenti per alcuni aspetti, ma utilizza gli strumenti classici di trasmissione della politica monetaria guardando alla *governance* dell'intero andamento della curva dei tassi. Guardando all'andamento della struttura a termine dello Yen ed ai livelli di inflazione non si può dire – anche considerato il punto di partenza che vedeva tassi reali strutturalmente negativi – che la nuova *policy* non stia dando dei risultati interessanti.

In America ne stanno discutendo e già nel 2020 anche la FED potrebbe passare ad un obiettivo di *yield-curve-control*. Nell'Eurozona la questione è più complessa perché – nonostante all'indomani del default di Lehman Brothers l'allora Presidente della BCE,

Trichet, avesse ribadito l'ovvietà di avere, all'interno dell'unione monetaria, una sola curva dei tassi d'interesse nel rispetto del paradigma una valuta-una curva dei tassi – a Deauville a ottobre 2010 diverso l'asse franco-tedesco impose di fatto un diverso orientamento. In presenza dello *spread* e quindi di 19 curve dei tassi di interesse realizzare una politica di *yield-curve-control* diviene alquanto complessa e richiede perlomeno degli sforzi matematico-computazionali non indifferenti.

Inoltre nell'Eurozona c'è anche un'altra anomalia derivante dallo *spread*: il *safe asset* non è più ugualmente identificato da tutti i titoli di Stato dei paesi membri ma solo dal *bund* tedesco. Questa circostanza determina una scarsità di *safe assets* rispetto alle esigenze dell'area valutaria e in presenza degli importanti interventi di politica monetaria a cui abbiamo assistito ha determinato un'anomalia: i rendimenti impliciti sui *bund* sono negativi sino alla scadenza dei 20 anni.

L'allentamento della politica monetaria e la *governance* del *Quantitative Easing* trovano quindi dei profili di attenzione relativamente all'attuale regola di adottare la *capital key* – cioè la quota di ciascuna banca centrale nazionale (BCN) nel capitale della BCE – quale metrica per dimensionare gli acquisti dei debiti pubblici dei vari Stati membri.

I tassi negativi non sono necessariamente un bene per lo sviluppo dell'economia di un paese. Consentono una più agevole gestione del debito pubblico che si riduce automaticamente come neve al sole, ma determinano anche aumenti del debito implicito, cioè il debito legato alle prestazioni future di uno Stato (e.g. spese pensionistiche, servizi sanitari, etc.), riducono i margini di profitto delle banche, alimentano bolle immobiliari e azionarie. A questo, nel peculiare contesto Europeo, si aggiunge che i potenziali spazi di spesa derivanti dalle dinamiche riduttive del debito pubblico non possono essere orientati in investimenti per la modernizzazione delle infrastrutture di un Paese - per via di regole che impongono il pareggio di bilancio secondo criteri particolarmente stringenti che partono dalla gestione dei bilanci delle amministrazioni locali per arrivare a quella del governo centrale.

Senza dubbio i tassi negativi hanno supportato la competitività del sistema manifatturiero tedesco che ha potuto finanziare la produzione a costi particolarmente competitivi.

Se si considera lo *spread* e il differenziale di inflazione e si calcola una nuova metrica che possiamo definire tasso di cambio finanziario reale effettivo, si scopre come ad esempio tra Germania ed Italia ci sia un gap di competitività del 30%.

A me piace sempre fare un esempio concreto: la produzione di un bicchiere di plastica non presenta profili di vantaggio competitivo in termini di marketing né di tecnologia; può essere cioè realizzato in una qualsiasi città dell'Eurozona e la concorrenza si fa sul

prezzo. S però l'impresa tedesca finanzia questa produzione con un vantaggio del 30% in termini di minori oneri finanziari rispetto a quella italiana, è evidente che per qualche tempo quest'ultima può rimanere nell'arena competitiva svalutando il costo del lavoro ma a lungo andare perderà quote di mercato a favore di quella tedesca fino alla completa uscita dal mercato.

Questo vantaggio competitivo ha supportato la crescita del sistema manifatturiero tedesco ed in presenza di un'adeguata domanda esterna – sia dentro che fuori l'area euro – ha garantito il successo del modello di sviluppo mercantilistico della Germania. Ma se la domanda estera si contrae per via del crescente risparmio “precauzionale” di alcuni paesi dell'Euro e delle incertezze sul commercio globale, la produzione manifatturiera tedesca ancorché più competitiva di quella di altri Stati membri non riesce a vendere, con conseguente accumulazione delle scorte che infatti hanno raggiunto per la Germania il dato più alto dell'ultimo decennio.

In altri termini il vantaggio dei tassi negativi sul debito pubblico e sulla competitività della produzione manifatturiera ha oramai mostrato la corda.

Offerto un quadro sulla principale economia dell'Eurozona, è ora opportuno un focus sull'Italia. Questo focus non può prescindere dal confronto tra due paradigmi: *risk sharing* vs *risk segregation*.

Come già anticipato, a Deauville – e quindi al di fuori dalle sedi istituzionali deputate – l'asse franco-tedesco ha optato per applicare all'Eurozona il paradigma della *risk-segregation*, cioè ogni Stato membro si sarebbe dovuto far carico dei rischi dei propri debiti privati e pubblici.

Conseguentemente gli operatori di mercato hanno iniziato a valutare la nuova struttura dei rischi dell'Eurozona che era finalmente stata comunicata al mercato.

In altri termini il mercato ha preso atto che c'era stato un cambio di *policy* e ha quindi adeguato coerentemente la proprio operatività avviando una stima dei nuovi rischi da cui si sarebbe dovuto coprire.

D'altronde negli anni successivi all'incontro di Deauville tutti i provvedimenti hanno avuto la medesima ingegneria finanziaria cioè un'ingegneria funzionale a nazionalizzare i rischi dei debiti pubblici e privati nei singolo Stati membri.

Il processo di segregazione dei rischi nei vari paesi – in quanto devianza rispetto al principio di condivisione dei rischi tipico di qualsiasi area valutaria – si è riflesso sui saldi del sistema Target2, cioè il sistema dei pagamenti interbancari transfrontalieri a livello europeo.

Si notano, infatti, due picchi: il primo collegato alle *long term refinancing operations* (LTRO) che aumenta il debito della banca d'Italia verso l'Euro-sistema fino a quasi 300 miliardi di euro perché la liquidità prestata dalla Banca Centrale Europea al sistema bancario italiano è stata utilizzata sostanzialmente per comprare BTP venduti dagli altri paesi dell'Eurozona e anche al di fuori di tali confini.

Il secondo picco di oltre 400 miliardi si osserva in concomitanza del *quantitative easing*: in questo caso la liquidità della BCE è stata erogata a favore della Banca d'Italia per permetterle di comprare ancora una volta i BTP venduti dagli altri paesi. Chi è esperto di ingegneria finanziaria riconoscerà certamente nel *pay-off* di questa struttura la vendita di un sovereign Credit Default Swap sul rischio-Italia da parte della Banca d'Italia alla BCE.

Il saldo Target2 fotografa abbastanza fedelmente questo processo di segregazione dei rischi. E non è un caso che se andiamo a rappresentare l'andamento dello spread reale, cioè lo spread depurato dal dato dell'inflazione italiana e tedesca – che qualifica in maniera più compiuta l'*excess risk* dei BTP rispetto ai Bund – noteremo che il suo andamento è collegato a quello delle passività Target2 della nostra banca centrale nazionale.

Facendo un'analisi di regressione coi minimi quadrati troviamo sostanzialmente che 50 punti di spread reale sono spiegati largo circa da 100 miliardi di evoluzione negativa del saldo Target2.

Non solo. Noteremo anche che oggi lo spread reale non è così diverso da quello osservato all'apice della crisi. La cosa non stupisce in quanto dal punto di vista dei fondamentali economici non ci sono cambiamenti sostanziali; è invece cambiata la composizione dei rischi. Per comprendere questo aspetto bisogna fare un passo indietro e tornare all'anno 2012 ed in particolare all'istituzione dell'ESM, cioè il fondo Salva Stati. Nel trattato istitutivo dell'ESM è stata inserita una modifica delle regole di funzionamento del debito pubblico in base a cui i titoli di Stato con scadenza superiore ai 12 mesi emessi dal 1° gennaio 2013 avrebbero dovuto incorporare clausole di azione collettiva standardizzate che, tra le altre cose, avrebbero limitato la possibilità dello Stato sovrano emittente di ridenominarli in un'altra valuta.

Nel 2014 conseguentemente sui mercati è stato modificato lo standard ISDA, cioè quello standard che identifica gli eventi creditizi che fanno scattare la copertura sui contratti di crediti default swap. In particolare, il nuovo standard ha incluso la ridenominazione tra gli eventi creditizi ammissibili nei casi in cui la stessa comporta una perdita per il soggetto che ha acquistato il CDS, mentre nello standard precedente (ISDA 2003) la ridenominazione non rientrava tra gli eventi creditizi.

Questa innovazione ha formalizzato sui mercati il rischio di ridenominazione di un debito pubblico che, come vedremo, qualifica una componente del rischio sovrano particolarmente sensibile alle decisioni di policy europee e nazionali che spingono verso la segregazione dei rischi oppure in una direzione sovranista.

Anche la più recente impostazione seguita in occasione della riforma dell'ESM risulta quella ispirata alla segregazione dei rischi: infatti, non vi sono significativi progressi nella direzione di rafforzare questo oggetto nella prospettiva di un ombrello alla struttura debitoria sovrana degli Stati membri. Con le nuove regole gli unici Stati che potrebbero attivare l'ESM sarebbero quelli che non ne hanno bisogno in quanto si trovano attualmente nelle condizioni economico-finanziarie migliori.

Analogamente, le recenti revisioni della disciplina del bilancio europeo – di fatto tramutato in una partita di giro tra Stati membri e UE – non hanno aiutato i mercati a quotare una riduzione dei rischi.

Ma non sono solo le decisioni europee che contano. È evidente che a livello di singoli Stati membri la conflittualità rispetto alla disciplina fiscale imposta dall'Europa crea incertezza e quindi allarga gli spread.

In definitiva, utilizzando strumenti di mercato, è possibile effettuare una decomposizione tripartita del nostro rischio sovrano.

La prima è il rischio periferico (*peripheral risk*), ossia il rischio derivante dall'appartenenza di un paese alla periferia all'interno di un'area valutaria non solo non ottimale ma incompleta nell'architettura *risk-shared* e che quindi amplifica l'effetto di polarizzazione delle risorse verso i paesi *core*.

In altri termini, per il solo fatto di appartenere alla periferia dell'Eurozona, l'Italia paga un premio al rischio rispetto alla Germania che rappresenta il *safe haven* (porto sicuro): attualmente questa componente contribuisce per circa un quinto al totale del nostro rischio sovrano.

Le altre due componenti sono il rischio specifico della nostra economia ed il rischio di ridenominazione del debito pubblico in nuove lire qualora abbandonassimo l'unione monetaria. Quest'ultima componente è più che raddoppiata dall'insediamento del nuovo governo che ha mostrato un atteggiamento meno accondiscendente ai *dictat* europei in materia di politica fiscale. In altri termini, l'innovazione comportamentale del governo italiano ha determinato maggiore incertezza sull'evento *Italexit* e conseguentemente la componente rischio di ridenominazione si è allargata.

Mi rendo conto che può sembrare difficile da spiegare a un cittadino italiano che i mercati quotino l'evento *Italexit* – dato che dai sondaggi emerge chiaramente che gli

italiani non vogliono uscire dall'Euro – ma è altrettanto difficile convincere i mercati che in Italia su questo tema siano solo in atto azioni di *marketing* politico.

Di recente il rischio connesso a questa componente si è molto ridotto. A mio avviso questa riduzione non scaturisce dalla circostanza che la procedura d'infrazione sembri superata – aspetto che i mercati hanno già scontato da tempo – quanto dal fatto che i mercati prendono atto, anche alla luce delle recenti nomine ai vertici della burocrazia europea, che l'apparente conflittualità del governo italiano non produce risultati concreti.

Un altro aspetto da valutare con attenzione consiste nel fatto che non sono solo i documenti della Commissione Europea ad aver inserito l'Italia in una *black list* a seguito delle decisioni di politica economica prese negli ultimi tempi.

Per la prima volta, infatti, il nostro paese rientra nell'elenco dei paesi considerati problematici anche dall'amministrazione USA. In dettaglio, nell'ultima edizione del report intitolato “*Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*”, il Ministero del Tesoro ha incluso l'Italia tra i paesi che vengono segnalati al Congresso perché presentano un eccesso di surplus commerciale nei confronti degli Stati Uniti (a onor del vero per farci rientrare un mese prima della produzione del report la soglia è stata abbassata dal 3 al 2 per cento). Inoltre nel report si stigmatizzano le decisioni di politica economica del governo italiano citando espressamente la riforma pensionistica e il reddito di cittadinanza.

Si tratta di elementi che devono far riflettere e vanno letti in un'ottica sovranista in cui gli equilibri sinora noti vengono messi in discussione.

A mio avviso spetta all'Eurozona, non ai singoli paesi membri, prendere consapevolezza dei cambiamenti in atto e mettersi nella posizione più forte per poter affrontare non solo le sfide interne e le istanze di riforma che si manifestano ormai diffusamente all'interno dei propri confini ma anche le minacce di rallentamento dell'economia globale di cui si è detto prima. Un sovranismo europeo potrebbe infatti essere la risposta più efficace al presente quadro evolutivo globale.

In relazione alla prospettata procedura d'infrazione contro l'Italia merita qualche considerazione il tema dell'*output gap*. Questa procedura scaturisce da presunte violazioni (per l'anno 2018) della regola di rientro del rapporto debito/PIL secondo il criterio *forward-looking*. In realtà, come precisato dalla stessa Commissione Europea, il 2018 non è stato il primo anno in cui l'Italia non ha rispettato gli obiettivi di rientro del debito pubblico. Ciò è accaduto anche negli anni passati: la principale novità del 2018 è che sono diventati rilevanti ulteriori fattori di attenzione, tra cui il saldo di bilancio strutturale (i.e. al netto della componente ciclica del bilancio pubblico e delle spese *una tantum*). A sua volta, il calcolo del saldo strutturale dipende dalla stima dell'*output gap*, ossia dello

scostamento tra il PIL effettivo e quello potenziale (i.e. pieno utilizzo dei fattori produttivi in assenza di pressioni inflazionistiche) di un'economia. Ebbene, secondo le stime della Commissione Europea, l'*output gap* dell'Italia sarebbe nullo: incredibile *dictu auditoque* dato che l'Ocse lo stima pari a -2%, il Fondo Monetario Internazionale tra -1% e -2% e Goldman Sachs addirittura a -4%.

In altri termini, utilizzando una di queste stime in luogo di quella della Commissione Europea, probabilmente non si sarebbero ravvisati i fattori rilevanti per ipotizzare una procedura d'infrazione contro l'Italia.

La minaccia della procedura d'infrazione contro il nostro paese è uno dei sintomi del fatto che in Europa, e ancor di più nell'Eurozona, i vari Stati membri non riescono a superare i particolarismi nazionali; non c'è la maturità istituzionale per affrontare il sovranismo (valutario e non) imperante su base globale con una strategia unitaria. Ed in presenza di un rallentamento dell'economia globale un simile atteggiamento sarà sicuramente controproducente.

In questa prospettiva credo sia arrivato il momento per avviare una progettualità a tre stadi nella direzione di definire un'architettura a rischi condivisi per la nostra area valutaria.

Dato che si è deciso che non si farà a meno di stimoli monetari per il prossimo futuro e che quindi il *quantitative easing* potrebbe essere riavviato ed i tassi di interesse non dovrebbero salire, perché non abbandonare la regola della *capital key* negli acquisti dei titoli di Stato?

In fondo comprare meno *bund* vorrebbe dire supportare la normalizzazione della loro curva dei rendimenti allontanando lo spettro dei tassi negativi ed abbassando per la periferia – e quindi anche per l'Italia – il valore dello spread reale, cioè l'extrarendimento dei titoli di Stato rispetto al *bund* al netto del differenziale d'inflazione con la Germania.

I mercati valuterebbero positivamente – accelerando la convergenza delle curve dei tassi dell'Eurozona – una decisione che consentisse alle banche centrali nazionali della periferia di assumere un rischio superiore rispetto al peso della propria economia nell'ambito dell'unione monetaria come rappresentato dalla *capital key* (che è infatti funzione del contributo di ciascun paese al PIL e alla popolazione dell'area euro). Una misura del genere sarebbe interpretata dai *market participants* come un implicito segnale di *risk sharing*, il primo dopo tanti anni, e quindi di un impegno comune per tenere in piedi l'Eurozona. Né ci sarebbero ostacoli dal punto di vista della disciplina Europea dato che nel biennio 2010-2011 la BCE attraverso il Securities Market Programme effettuò

acquisti di titoli di Stato dell'Eurozona prescindendo dalla *capital key* e concentrandosi unicamente sui paesi periferici.

Realizzato questo primo intervento, si tratterebbe di allungare le scadenze dei titoli di Stato da acquistare nell'ambito dei programmi di intervento dell'Euro-sistema in modo da congelare per un lasso di tempo ragionevolmente lungo i rischi nei bilanci delle banche centrali che per costruzioni possono gestire simili posizioni come insegna l'esperienza della FED.

Il passo successivo sarebbe un *risk sharing swap*, cioè man mano che i titoli acquistati giungono a scadenza e devono essere rifinanziati, il nuovo acquirente non dovrebbero essere più le banche centrali nazionali bensì la Banca Centrale Europea estinguendo conseguentemente i prestiti che ha erogato alle banche centrali nazionali per permettere loro di finanziare gli acquisti di *Govies*. Una simile operatività normalizzerebbe anche i saldi del sistema Target2. Gli squilibri nelle posizioni delle varie banche centrali nazionali partecipanti a questo sistema hanno raggiunto dei livelli assolutamente preoccupanti per la stabilità finanziaria della nostra area valutaria se non esaminati nella corretta chiave di lettura di una anomalia conseguente alla mancanza di condivisione dei rischi negli interventi di *policy* assunti dalle istituzioni europee all'indomani della crisi finanziaria internazionale.

La discussione sui saldi Target2 si sta infatti sviluppando in una prospettiva non corretta. È apprezzabile che più di 200 economisti tedeschi con *paper* differenti abbiano sostenuto tutti la medesima tesi e cioè che occorre modificare il sistema Target2 per garantire che il credito vantato dalla Bundesbank verso il resto dell'Euro-sistema verrà rimborsato anche nell'ipotesi di uscita dei paesi debitori dall'unione monetaria. A tal fine, ad esempio, si dovrebbero introdurre obblighi di collateralizzazione per le banche centrali a debito o di liquidazione periodica delle posizioni passive maturate col resto dell'Euro-sistema. Tenuto conto che si tratta di circa €1000 miliardi di crediti di cui circa €500 miliardi sono a debito dell'Italia e che si tratta di debiti privi di scadenza, di remunerazione e soggetti al rischio di ridenominazione, credo che il dibattito si stia sviluppando nella direzione sbagliata.

Da un punto di vista tecnico, se crediamo che l'euro durerà per i prossimi cento anni, quelli di Target2 sono infatti meri saldi contabili che scompariranno nel momento in cui si definiranno delle politiche di *risk sharing* nell'Eurozona. Diversamente le ansie degli economisti tedeschi possono trovare una qualche ragion d'essere; si fa per dire.

Basti considerare che in Europa gli unici Stati che devono liquidare periodicamente il saldo Target2 sono quelli che non appartengono alla nostra area valutaria. *Intelligenti pauca*.

Una considerazione parte merita poi la circostanza che mentre in Germania gli esperti della materia riescono ad esprimere un pensiero unico funzionale al sovranismo teutonico, in Italia non ci sono due economisti che riescano a sostenere la medesima tesi sul tema Target2. E non nel senso di supportare una posizione sovranista italiana ma semplicemente in un'ottica davvero rispondente alle esigenze di resilienza della nostra area valutaria e quindi capace di porre al centro il principio di condivisione dei rischi.

Queste considerazioni non offrono una prospettiva ottimistica sul nostro futuro ma perlomeno cercano di rappresentare un quadro *contruens*. Sempre in quest'ottica mi permetto di portare alla vostra attenzione due trilemmi. Il primo è quello di Mundell-Fleming che sancisce l'incompatibilità di una politica monetaria autonoma, cambi fissi e perfetta mobilità dei capitali. Ebbene, se si prosegue nella logica della *risk segregation* si entrerà per direttissima in questa incompatibilità e quindi in un sistema di cambi fissi, molto evoluto, difficile da disintegrare perché c'è una Banca Centrale e difficile da aggredire sul tema della disponibilità delle riserve valutarie perché – diversamente dal 1992 – oramai le banche centrali tra di loro non operano solo regolando valuta ma anche utilizzando *liquidity swap* come *facility*. Cionondimeno si proseguirà nell'accumulazione di squilibri di rischio all'interno dei singoli Stati membri che prima o poi dovranno trovare una nuova quadra difficile da prevedere come potrebbe essere ad esempio la definizione di un euro a più velocità. Uno scenario che va analizzato anche alla luce di un altro trilemma quello di Rodrik, assolutamente attuale alla luce delle politiche economiche di Cina, USA e Germania: sovranismo, globalizzazione e democrazia non possono convivere.

Grazie per la vostra attenzione.