

# SUPERARE LA CRISI DELL'EUROZONA CON UN'ATTIVA POLITICA MONETARIA

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 “*convergence 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 – ha venduto i titoli di Stato con i rendimenti più alti e ha 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 le 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.

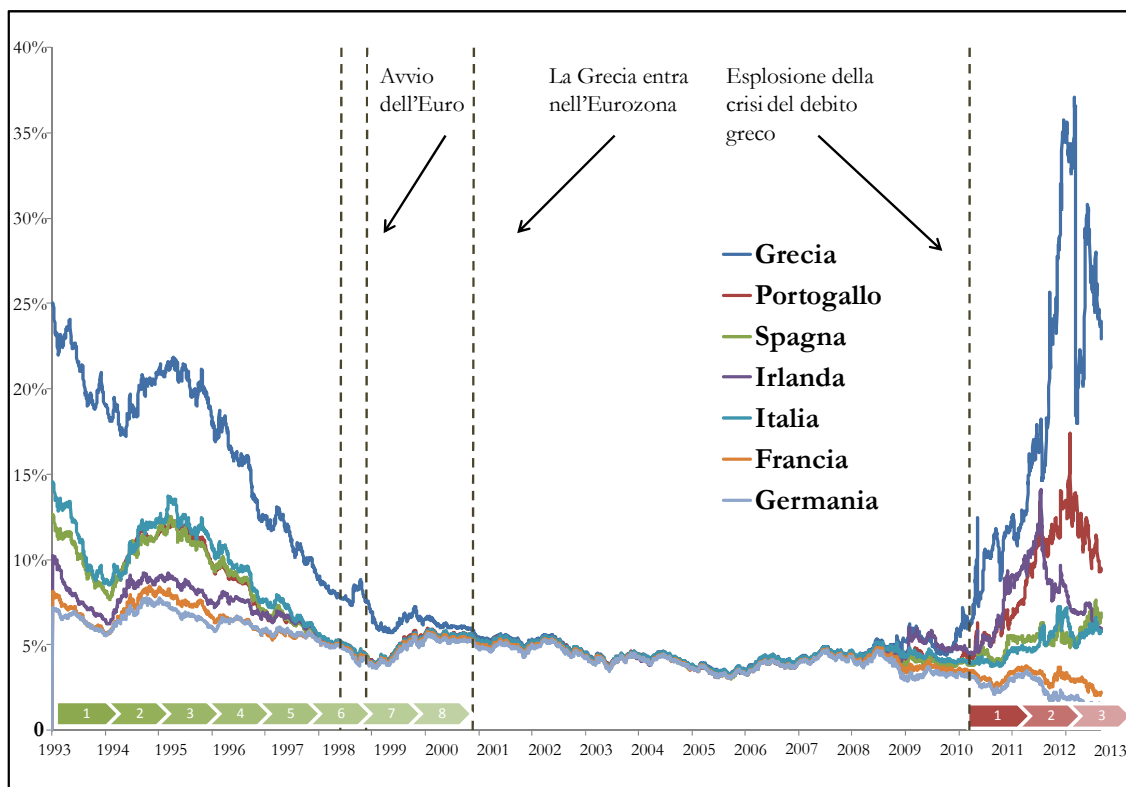
L'interconnessione globale che i mercati finanziari avevano raggiunto a partire dagli anni '90 trasferì istantaneamente la crisi nell'Eurozona, trovandovi la “tempesta perfetta”. A ridosso del primo fallimento bancario europeo (la IKB tedesca nel 2009) il governo tedesco precisò che ogni Paese membro avrebbe fatto fronte alle proprie crisi bancarie. Divenne evidente che l'Eurosistema era un'architettura omogenea solo sulla carta e quindi correttamente 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.

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 aveva costruito in quasi un decennio (**figura 1**).

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



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 mld 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: euro-lire laddove lo *spread* rifletta il rischio-Italia, o in euro-pesetas se riferite al rischio-Spagna etc.

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**).

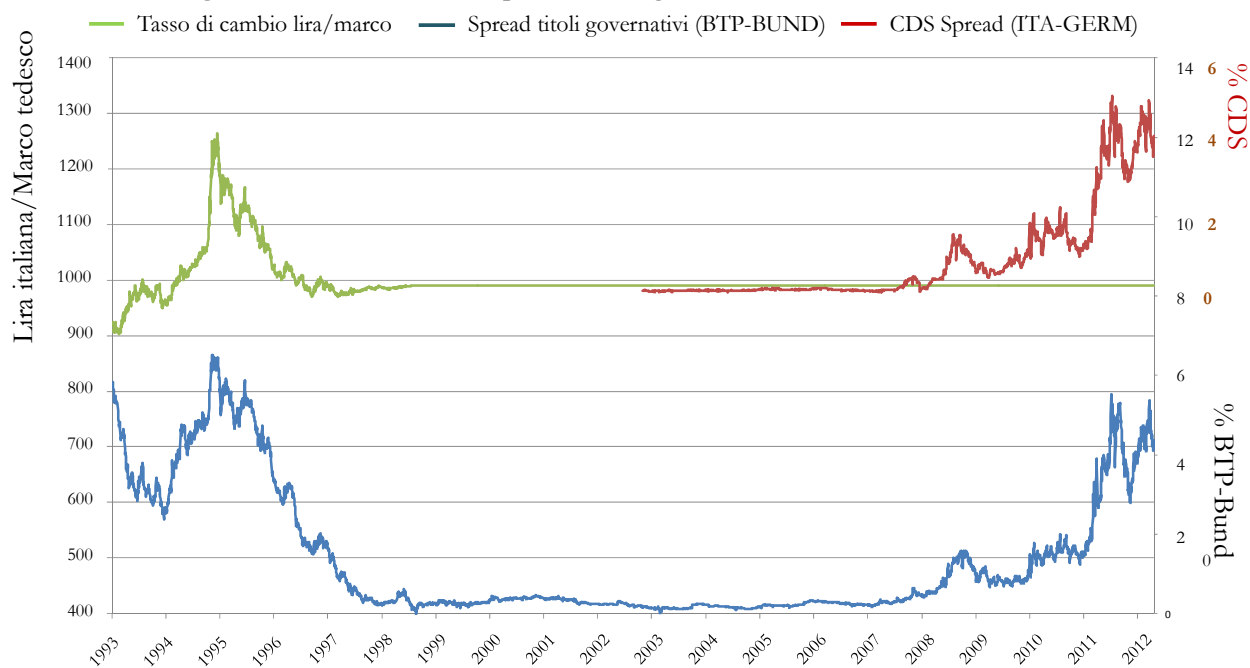
A partire dal 2008, con il conseguente apprezzamento da parte dei mercati finanziari delle differenti rischiosità dei debiti dei vari Paesi membri dell’Eurozona, è riemerso nuovamente lo *spread* che contrariamente al passato ed in mancanza di un tasso di cambio è diventato un mero indicatore delle differenze 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 e 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.

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.

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



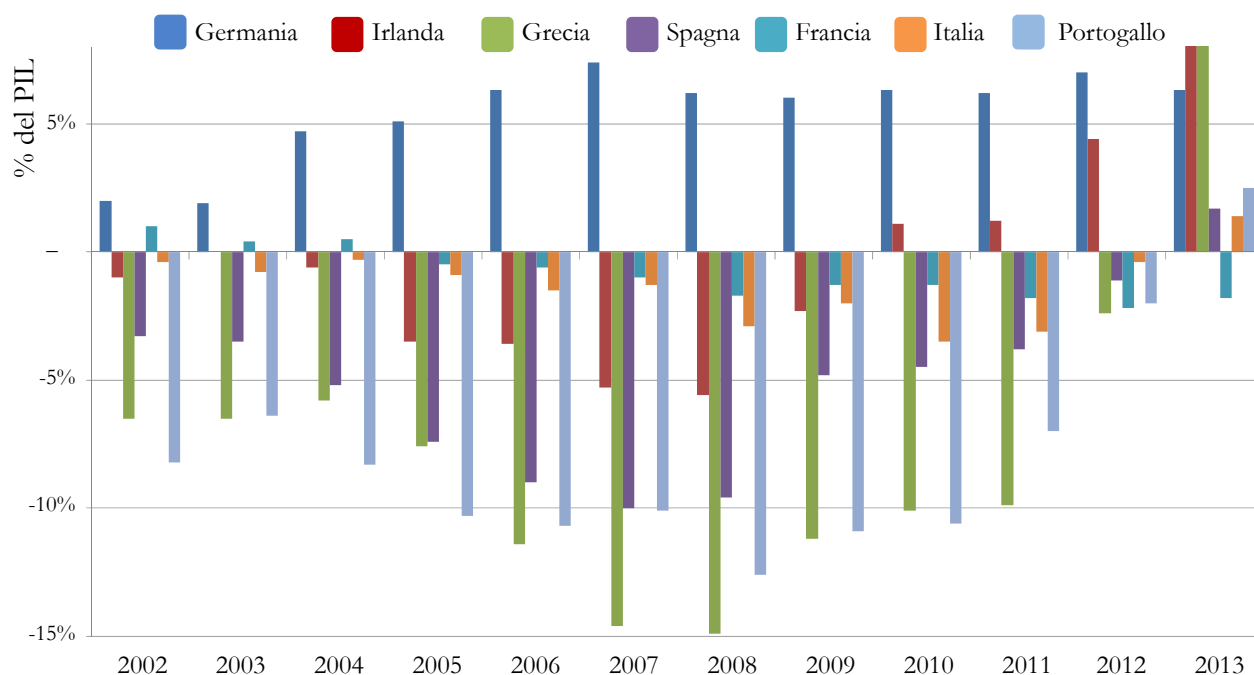
In questa prospettiva, lo *spread* rappresenterebbe la stima di mercato dell'iniziale svalutazione della "valuta ombra", che diverrebbe reale in caso di rottura dell'euro. In tale circostanza infatti, ogni Stato recupererebbe la sovranità sul debito e deciderebbe plausibilmente di ridenominarlo in una 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' Euro zona invece condividono la stessa valuta ed è come se operassero in un regime di cambi fissi.

**Figura 3** Andamento della Bilancia commerciale dei principali Paesi dell'eurozona (Eurostat 2002 – 2013)



L'euro nella prospettiva di un sistema valutario a cambi fissi offre pertanto una spiegazione degli squilibri dei flussi commerciali intra-europei. 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.

Infatti, nonostante l'appartenenza ad una 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 cumulati 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 hanno potuto essere controbilanciati da una compressione dei salari o da delocalizzazione della produzione, sono stati trasferiti 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 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 ed 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 10 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 mld 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.

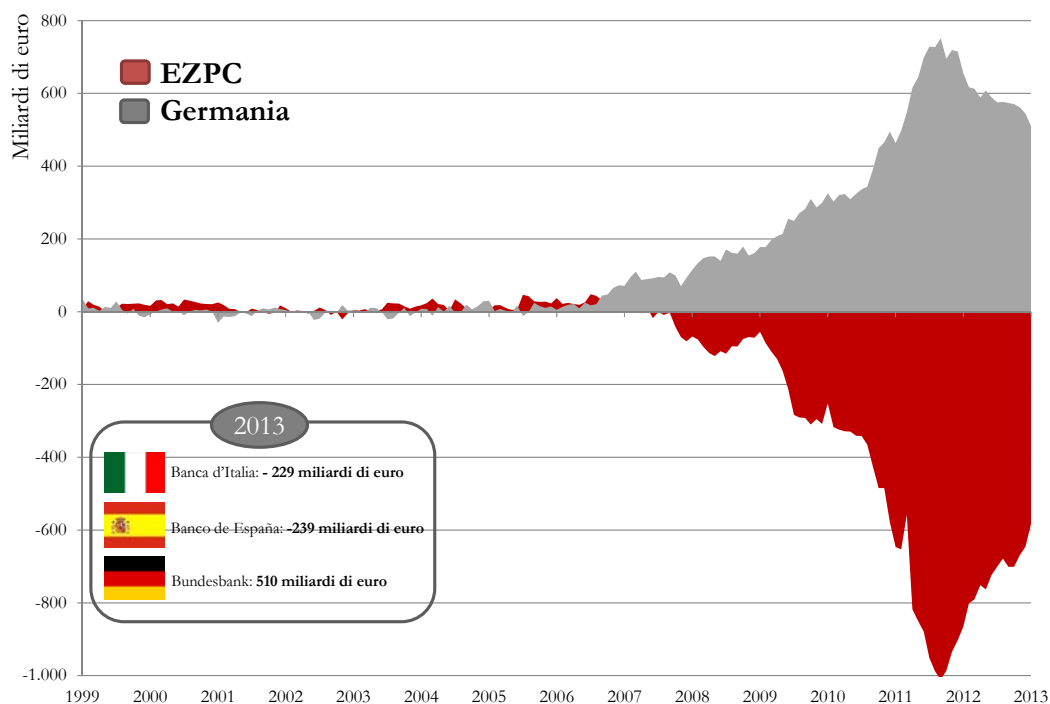
Contemporaneamente la Germania sta tentando di uscire dai confini europei avviando lo schema di *vendor financing* su scala *worldwide* attraverso il crescente peso dei Paesi *extra-UE*, sia all'interno del saldo delle partite correnti sia tra i destinatari dei crediti erogati dal suo sistema bancario. 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 TARGET2

Uno dei fondamenti dell'architettura dell'Euro, ovvero il sistema interbancario Target2 – 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 Target2 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 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 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 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'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 Target2 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 Target2 negativo pari a -123 mld di €. 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 mln senza dovere dichiarare default o uscire dal sistema Target2. Solo nello scenario (poco probabile) di impossibilità da parte della Grecia di far fronte a tale esigua somma, il saldo Target2 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 Target2 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 Target2 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 Paesi periferici hanno la possibilità di cancellare i debiti sottoscritti per finanziare gli acquisti di beni tedeschi (l'Italia ha ripagato circa 30 mld e la Spagna circa 50) realizzando così il *deleveraging* del sistema bancario dell'Eurozona.

Appare dunque evidente come 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) ed 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 mld di € 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 mld di € l'anno, di cui 4 mld 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 mld di € l'anno vengano trasferiti dalla BCE alla Bundesbank. Di questi 4 mld, 1,5 mld sono pagati dal governo italiano.

Paradossalmente quindi l'Italia, insieme agli altri stati periferici, sostiene degli 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 mld l'anno.

### **5.2 Rifiinanziare il Debito Pubblico europeo**

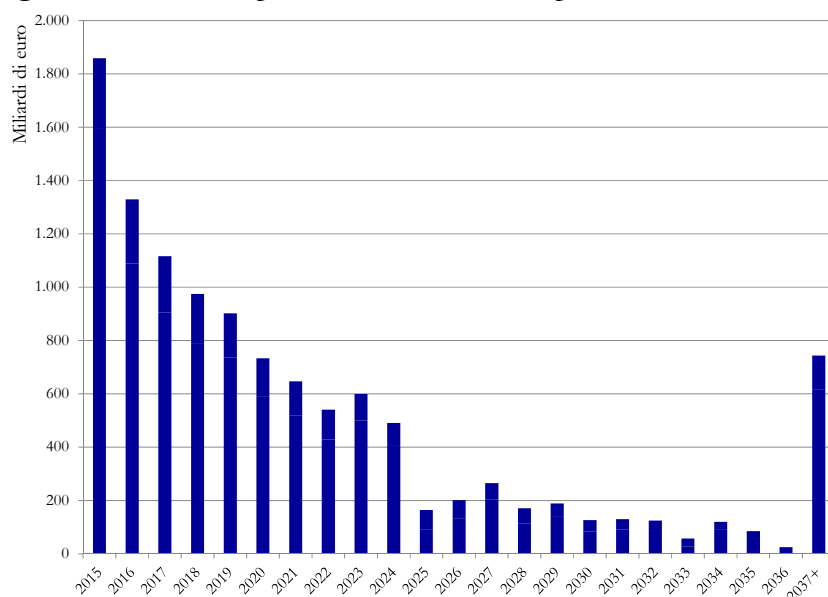
Un secondo *step* di intervento più incisivo vedrebbe la BCE imitare il comportamento della FED all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, avviando quindi un *Quantitative Easing* su larga scala, volto a re-profilare le scadenze del debito europeo e ad abbattere la spesa per interessi. La misura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

Il rifiinanziamento del debito dei Paesi dell'eurozona verrebbe effettuato per il tramite di titoli a lungo termine acquistati dalla BCE fino al 40% del PIL, pari a circa 4.000 mld di €. Una simile espansione del bilancio BCE non sarebbe inusuale per una banca centrale. Ad esempio, negli USA attualmente la *Federal Reserve* detiene intorno ai 4.000 mld di \$ 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 mld di € di rifiinanziamento del debito. In considerazione delle scadenze medie del debito dei Paesi dell'eurozona il Programma dovrebbe avere una durata di circa 4 anni (**Figura 1**), 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 rifinanzierebbe il debito con titoli a lunga scadenza acquistati dalla BCE. Inoltre, il Programma avrebbe come ulteriore vantaggio quello di ridurre gli interessi pagati dai Paesi degli stati periferici fino a 90 mld di € 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 mld di €, Francia e Italia di oltre 20 mld e Spagna intorno ai 15 mld.

**Figura 7.** Struttura per scadenze del debito pubblico dell'eurozona.



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.

### 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 mld di € (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 re-distribuire 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 dagli 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.

## **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

Bundesbank, Statistics, <http://www.bundesbank.de/>

Cour-Thimann, Philippine (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, Charles and Gerhard Illing (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 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.

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

Mody, A and F Bornhorst (2012), TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe, VoxEU.org, 7 March

Parello, P 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

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