

11.1. Riformare gli obiettivi statuari della BCE: lo *Zero-Spread Target*

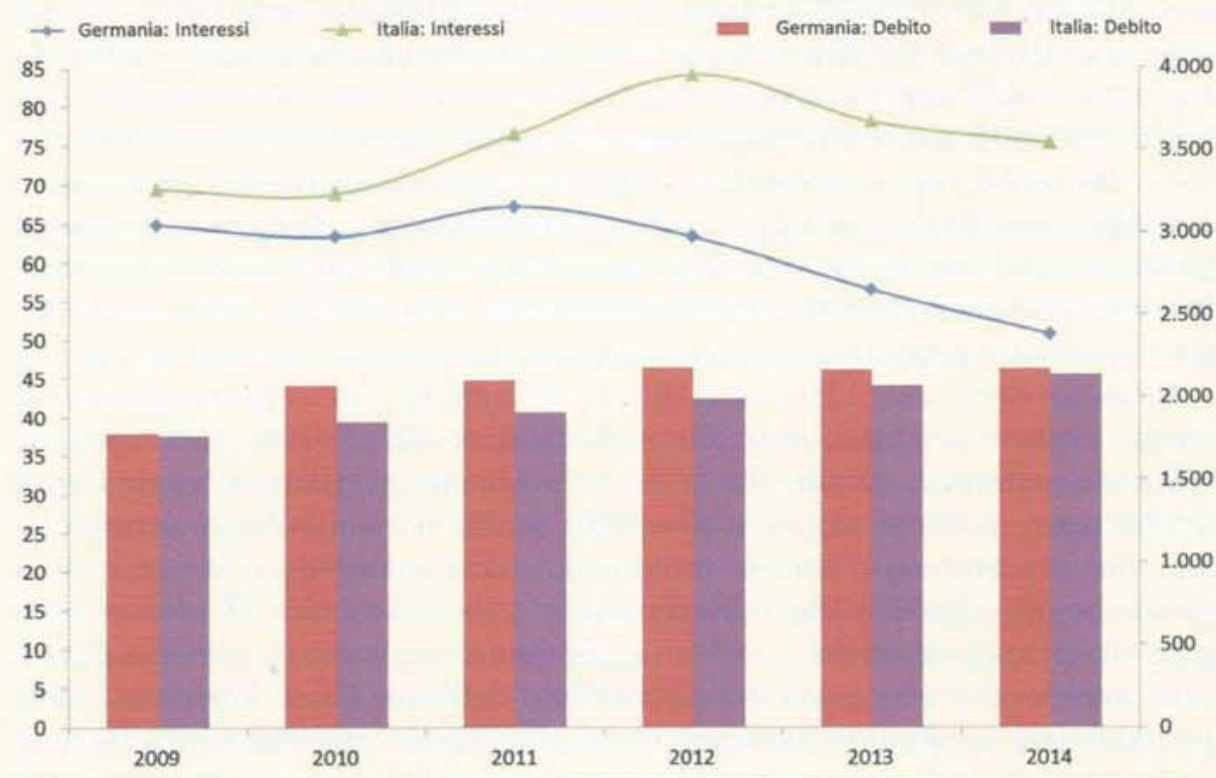
Nel capitolo terzo (cfr. §§ 3.2 e 3.2.1) abbiamo studiato in modo approfondito il processo di disgregazione della curva unica dei tassi di interesse sul debito pubblico dei diversi Paesi dell'Eurozona. Abbiamo visto che sui mercati finanziari questo processo ha trovato espressione nel fenomeno dell'allargamento degli *spread*, ossia dei differenziali di rendimento rispetto al titolo di Stato tedesco (il *Bund*), da sempre considerato un *safe haven* dagli investitori.

Dal punto di vista dell'integrazione economico-finanziaria dei Paesi dell'Eurozona lo *spread* è un termometro dello stato di salute dell'intera economia di una nazione (nell'evidente ipotesi implicita che il Paese eternamente «sano» sia la Germania). Lo abbiamo visto per la Grecia nei periodi che hanno preceduto i due *bailout* del maggio 2010 e del marzo 2012; lo abbiamo visto per l'Italia con la crisi del debito sovrano verificatasi nella seconda metà del 2011; e lo abbiamo visto per la Spagna con la crisi delle banche private iberiche verificatasi nella primavera-estate del 2012. In tutti gli episodi appena richiamati l'esplosione degli *spread* ha scatenato, anche grazie al terreno fertile offerto da alcuni meccanismi disfunzionali dell'Euro (cfr. § 4), l'ulteriore deterioramento delle condizioni già critiche in cui versava il sistema finanziario, pubblico e/o privato, del Paese in difficoltà: sui mercati gli operatori si sono precipitati a chiudere o coprire le loro posizioni allo scopo di minimizzare i rischi ma anche alla ricerca di guadagni speculativi, concretamente basati sulla scommessa che un dato Paese non ce l'avrebbe fatta. In questo quadro si collocano fenomeni su cui ci siamo lungamente soffermati come la *Collateral Discrimination* (cfr. § 5.2) sul mercato interbancario, per cui i titoli di Stato utilizzati come collaterale per ottenere finanziamenti su questo mercato ricevevano una valutazione dinamica legata al loro prezzo di mercato (e, quindi, al merito di credito dello Stato emittente) con la conseguenza che le banche che disponevano di collaterale di «buona qualità» (i.e. titoli di Stato dei Paesi *core*) potevano finanziarsi a condizioni assolutamente più vantaggiose rispetto alle banche che invece disponevano di collaterale di «bassa qualità» (i.e. titoli di Stato dei Paesi periferici). Lo *spread* ha dunque alimentato sul piano finanziario le disegualianze fra i diversi Paesi dell'Eurozona come pure tra i loro sistemi bancari.

La divergenza dei rendimenti sui titoli governativi, di cui lo *spread* è la manifestazione, ha alimentato crescenti divari nelle condizioni delle finanze pubbliche dei diversi Paesi dell'Eurozona. Dall'inizio della crisi, mentre la periferia combatteva con lo *spread*, i Paesi *core* – grazie al fenomeno del *flight to quality* – hanno potuto rifinanziare il proprio debito a condizioni sempre più vantaggiose, circostanza che peraltro ha permesso loro anche di ridurre lo stock di debito pubblico dato che, come sappiamo, una parte delle emissioni di un Paese serve proprio a onorare la spesa per interessi. Ancora una volta il caso della Germania è di assoluta significatività, specie se confrontato con l'Italia, il cui debito pubblico ha – in termini assoluti – lo stesso ordine di grandezza di quello tede-

sco. Infatti, la figura 11.1¹ mostra che dal 2009 al 2014 la spesa annua per interessi sul debito della Germania è scesa di circa 15 miliardi di euro e che il differenziale tra Italia e Germania si è più che quintuplicato passando da 4,6 miliardi di euro a quasi 25 miliardi.

Figura 11.1 – Debito pubblico e oneri per interessi: confronto tra Italia e Germania



Le diseguglianze nelle condizioni finanziarie dei diversi Paesi dell'Eurozona si sono rapidamente estese anche all'economia reale. L'elevato grado di finanziarizzazione dell'economia ha agito da cinghia di trasmissione della crisi all'economia reale secondo due canali principali: 1) l'alterazione nelle condizioni di competitività relativa dei diversi Paesi generata dal fenomeno che abbiamo battezzato «inflazione finanziaria» o «inflazione da *spread*» (cfr. §§ 2.2.2 e 3.2), e 2) il diffuso ricorso a severi programmi di *austerità* finalizzati a rimettere in sicurezza le finanze pubbliche ma che hanno depresso la domanda interna dei Paesi periferici favorendo la transizione a una congiuntura recessiva.

A partire dal secondo semestre del 2012 abbiamo assistito ad una normalizzazione degli *spread* dei Paesi periferici dell'Eurozona. Le motivazioni sono state molteplici: oltre all'OMT (cfr. § 8.3), ricordiamo la progressiva nazionalizzazione dei debiti pubblici dei Paesi periferici dell'Eurozona (cfr. § 2.1.1), l'inversione del *trend* inflazionistico iniziata appunto nel 2012 (cfr. § 3.2.1) e anche le incisive espansioni monetarie realizzate dalla Federal Reserve e dalla Bank of Japan. In particolare, la disinflazione ha contribuito in modo significativo alla

¹ Fonte: Eurostat.

riduzione degli *spread* nominali registratasi negli ultimi anni; meno marcata è stata invece la discesa degli *spread* reali (cfr. ancora § 3.2.1) e, quindi, anche il beneficio in termini di recupero di competitività per le economie periferiche dell'Eurozona.

Più di recente, il *Quantitative Easing* deciso dalla BCE (c, soprattutto, il PSPP, cfr. § 8.5.2) ha operato come ulteriore fattore esogeno di calmieramento degli *spread*, per lo meno fino ai momenti di massima riacutizzazione della crisi del debito greco (cfr. § 4.3) che a giugno 2015 ha cominciato ad avere ripercussioni sugli *spread* degli altri Paesi periferici dell'Eurozona. Né possono escludersi ulteriori focolai di rischi che potrebbero alimentare nuovamente lo *spread*: nei Paesi che continuano a presentare fragilità strutturali qualsiasi *shock* negativo potrebbe inasprire le condizioni economico-finanziarie e aumentare il rischio *sovereign*, senza sostanziali reti di protezione operanti a livello dell'Eurozona, dove i recenti interventi di politica monetaria hanno mostrato chiaramente che non vi è alcuna propensione al *risk-sharing*.

Abbiamo detto che l'Eurozona è ancora lontana dal raggiungimento di schemi, anche elementari, di stabilizzazione fiscale (cfr. § 10.3). È dunque alla politica monetaria e, quindi, alla BCE che dobbiamo guardare in modo critico per ricercare soluzioni idonee a prevenire anche nel medio-lungo termine (e non solo nel breve con misure tampone) il riesplodere degli *spread* e tutto quello che esso significa: dalla disgregazione della curva unica dei tassi di interesse alla propagazione dei problemi all'economia reale ed al connesso disallineamento dei cicli economici dei diversi Paesi dell'Area Euro. A tal fine è indispensabile un profondo ripensamento degli obiettivi statuari della BCE in modo che la priorità non sia un'inflazione sotto controllo e mediamente intorno al 2%, ma piuttosto l'azzeramento degli *spread* su base sistematica. Una riforma della BCE incentrata sul *target zero-spread* sarebbe infatti un segnale prorompente per i mercati che per i Paesi dell'Eurozona la dissoluzione della moneta unica è assolutamente inammissibile e che il loro intento comune è realmente quello di realizzare anche per l'euro il paradigma tipico di ciascuna area valutaria unica: una moneta, un'unica curva dei tassi di interesse².

Nei prossimi paragrafi verranno presentate alcune proposte operative che la BCE potrebbe implementare per perseguire l'obiettivo «*zero spread*». Sono state considerate misure con livelli differenti di incisività che potrebbero essere combinate con una revisione degli strumenti che la BCE sta già impiegando. Per esempio, tenendo presente l'intenzione di affrontare efficacemente il *credit crunch*, nel breve termine sia la dimensione che le regole di applicazione dei prestiti *T-LTRO*³ potrebbero essere modificate per garantire che un adeguato volume di liquidità della Banca Centrale raggiunga l'economia reale.

² Per maggiori dettagli si veda anche M. Minenna, E. Reviglio, *Reducing Euro area government debt*, in *The OMFIF Commentary*, 14 agosto 2015, e *ECB policy change as part of political union*, in *The OMFIF Commentary*, 16 settembre 2015.

³ Si fa riferimento al § 8.4.

Per quanto riguarda l'obiettivo di inflazione, questo potrebbe certo rimanere l'altro principale obiettivo della BCE, possibilmente dopo una profonda riflessione di alcuni dettagli tecnici della normativa attuale. Si fa riferimento sia alla soglia obiettivo (2%) sia al calcolo algebrico (attualmente pari al valore medio tra tutti i Paesi dell'Eurozona) del valore obiettivo. Infatti, il contesto macroeconomico successivo alla crisi internazionale suggerisce di considerare un'interpretazione più flessibile, possibilmente aperta ad ammettere deviazioni dalla soglia del 2%, dato che le esperienze (anche recenti) di altre economie avanzate come quella statunitense hanno mostrato che anche tassi di inflazione più elevati possono essere compatibili con un contesto economico stabile, non eccessivamente surriscaldato né eccessivamente recessivo. Inoltre, relativamente al calcolo della soglia, l'approccio corrente ha dimostrato di avere serie controindicazioni per quanto riguarda la competitività relativa dei vari Paesi dell'Eurozona. Pertanto sarebbe desiderabile definire un obiettivo di inflazione il più standardizzato possibile tra tutti gli Stati membri, così da favorire un livellamento del campo di gioco.

Ovviamente, riforme così radicali degli obiettivi statutari della BCE difficilmente sarebbero accettate da tutti gli Stati dell'Eurozona. I Paesi *core* si opporrebbero sicuramente invocando il rispetto delle regole esistenti, soprattutto in riferimento al divieto di utilizzare la politica monetaria per monetizzare il debito pubblico di alcune nazioni⁴. Tuttavia, tali *caveat* dovrebbero essere ribattuti ricordando che lo *spread* ed i suoi effetti collaterali sono la prova empirica di difetti congeniti nell'architettura dell'Eurozona che, se non rimossi condanneranno nei prossimi anni l'Eurozona ad un percorso di disintegrazione più che ottenere una più compiuta unione fiscale, politica e sociale.

Infine, è chiaro che l'impegno della BCE verso una politica di «*zero spread*» non dovrebbe essere né esclusiva né permanente. In altri termini, l'impegno e la garanzia implicita della BCE nei confronti di questo obiettivo dovrebbe avere un evidente contraltare nella graduale adozione di misure strutturali sia da parte dei singoli Stati membri sia da parte di tutta l'Unione monetaria. Gli Stati membri dovrebbero impegnarsi nell'implementazione di politiche fiscali sostenibili, mentre l'unione nel suo complesso dovrebbe garantire l'istituzione di autorità federali che abbiano l'obiettivo di combattere i disallineamenti e gli squilibri tra i cicli economici e finanziari dei Paesi dell'Eurozona. Ma non solo: l'unione dovrebbe definire anche schemi concreti di trasferimenti fiscali e rendere fattibili progetti di mutualizzazione del debito (cfr. anche cap. 10). Nel lungo termine, la piena operatività di queste autorità federali e la realizzazione dell'unione politica permetterebbe di riesaminare e se necessario di ridefinire gli obiettivi della BCE in termini di inflazione e disoccupazione, come accade per altre banche centrali (Federal Reserve, Bank of Japan, ecc.), avendo riguardo dell'uniformità rispetto ad ogni singolo Paese dell'area monetaria unica.

⁴ Si fa riferimento al § 1.4.1.