



12 marzo 2017

## Perché il fallimento dell'euro ha una probabilità esatta

L'economista Minenna l'ha calcolata: tra il 3 e il 6%. Con trend in rialzo. Pesano il saldo negativo di Bankitalia a 380 miliardi e il +30% dei costi finanziari per le imprese italiane. I rischi con la fine del Qe.

**GIOVANNA FAGGIONATO**

La torre della Banca centrale europea ha resistito ancora alle pressioni del suo maggiore azionista. Mario Draghi ha annunciato che il Quantitative easing, il programma di acquisto dei bond privati e di Stato messo in campo per sostenere la ripresa europea, è destinato a continuare, seppur ridotto nella portata, per tutto il 2017. E «anche oltre», se ce ne fosse bisogno. Il pressing della Bundesbank, la Banca federale tedesca, e del ministero delle Finanze della Germania guidato da Wolfgang Schaeuble - da tempo impegnati nella battaglia contro la politica del banchiere centrale - ha trovato quindi la strada sbarrata.

**IL NODO DELLA CHIUSURA DEL QE.** Ma il problema, secondo Marcello Minenna, dirigente Consob, docente alla Bocconi e alla London Graduate School, è solo rimandato: «Il punto è se si metteranno in campo interventi strutturali per correggere l'architettura della zona Euro e accompagnare la chiusura del Quantitative easing con meno traumi», dice a *Lettera43.it*. Dopo aver abbandonato la Giunta capitolina di Virginia Raggi, Minenna, esperto di applicazione dei modelli matematici alla finanza, è tornato ai suoi studi: ha calcolato le probabilità del fallimento della moneta unica, anche dal punto di vista tedesco. «Sono al rialzo», avverte al telefono nel giorno in cui Draghi ha dichiarato l'euro irrevocabile.

**RISPARMI ITALIANI QUASI AZZERATI.** «Il Qe ha aiutato a ridurre gli interessi sul debito

dei Paesi periferici. Ma nel caso dell'Italia il risparmio di 20 miliardi è stato quasi azzerato dalla spesa di altri 20 miliardi dei derivati che erano stati sottoscritti per assicurarci in caso di un rialzo dei tassi». In più, spiega, oggi proprio per gli acquisti di titoli di Stato realizzati con il sostegno della Bce, il “debito” teorico della Banca d'Italia verso il resto dell'Eurozona è lievitato a 380 miliardi di euro. Insomma, proprio il Qe rischia di lasciarci in eredità maggiori squilibri finanziari.

**DIVARI DESTINATI AD AUMENTARE.** Minenna ha calcolato che a causa delle distorsioni dell'architettura dell'area Euro tra il 2000 e il 2016 i costi finanziari per la manifattura italiana sono cresciuti del 30%. «Senza il doping di Draghi i divari sono destinati ad aumentare», osserva. Servirebbero poche cose per invertire la tendenza, ma se non si fanno, «è il caso di allacciare le cinture».



Marcello Minenna.

**DOMANDA.** Mario Draghi resiste alle pressioni che arrivano dalla Germania e conferma che gli acquisti di bond da parte della Bce scenderanno, ma proseguiranno fino alla fine del 2017 e oltre, se necessario. Cosa ne pensa?

**RISPOSTA.** Credo che fosse prevedibile. Ma penso anche che il problema non sia la chiusura del Quantitative Easing in sé. Ma come si decide di chiuderlo.

**D. Cosa intende?**

**R.** Il programma di acquisti di Francoforte ha avuto effetti controversi: da una parte ha ridotto la redditività delle banche, dall'altra ha aiutato a ridurre gli interessi sul debito dei Paesi periferici. Anche se nel caso dell'Italia il risparmio di 20 miliardi è stato quasi azzerato dalla spesa di altri 20 miliardi dei derivati che erano stati sottoscritti per assicurarci in caso di un rialzo dei tassi.

**D. Per l'Italia la situazione si farà sempre più difficile?**

**R.** Il punto è se si metteranno in campo interventi strutturali per correggere l'architettura della zona Euro e accompagnare la chiusura del Quantitative easing con meno traumi.

**D. Si spieghi.**

**R.** Ci sono tanti modi per chiudere il programma di acquisti. E per capire i rischi bisogna partire dal meccanismo: la Banca centrale europea non compra direttamente i *bond* italiani, ma presta i fondi alla Banca d'Italia che acquista Btp. E in questi anni li ha comprati per metà da banche estere pronte a liberarsi dei titoli di Stato dei Paesi periferici.

## Il Quantitative Easing

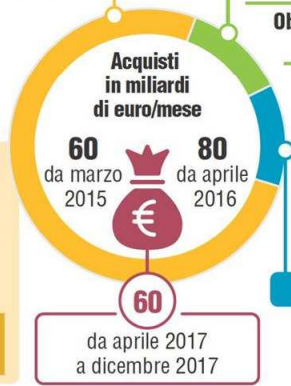
### Cosa può comprare la Bce

(anche attraverso le banche centrali nazionali)

#### Per la maggior parte

**Titoli di debito pubblico**  
sul mercato secondario  
fino al 33% di ogni emissione;  
limite alzato al 50% a marzo  
2016 (Qe3)

La Bce compra  
anche titoli  
di debito emessi  
dagli enti  
locali (Qe2)



#### In misura minore

**Obbligazioni da cartolarizzazione**  
di crediti al consumo  
o mutui (Abs)

**Obbligazioni garantite**  
(Covered bond)

**Bond aziendali**  
con rating  
buoni (Qe3)

non più del 12%

**Titoli di istituzioni europee**

**Qe (gen 2015)**  
Programmato  
da marzo a  
settembre 2016

**Qe2 (dic 2015)**  
Prolungato  
a marzo 2017

La Bce  
reinveste via via  
il capitale scaduto  
in titoli  
che possono  
scadere anche  
dopo marzo 2017

**Qe3 (mar 2016)**  
Da aprile 2016  
a dicembre 2017

ANSA centimetri

**D. Insomma, il Qe ha celato una ri-nazionalizzazione dei debiti dei Paesi dell'Eurozona.**

**R.** Basta guardare ai saldi Target 2, cioè il sistema che registra debiti e crediti che una banca centrale ha nei confronti dell'Eurosistema. Ogni volta che la Banca d'Italia usa il Quantitative easing per comprare Btp, il nostro "debito" verso il sistema dell'Eurozona aumenta.

**D. Come siamo messi attualmente?**

**R.** Il saldo è a 380 miliardi di euro e circa il 60% è dovuto agli acquisti effettuati grazie al Quantitative easing.

**D. Quindi l'eredità del Qe sono squilibri più ampi?**

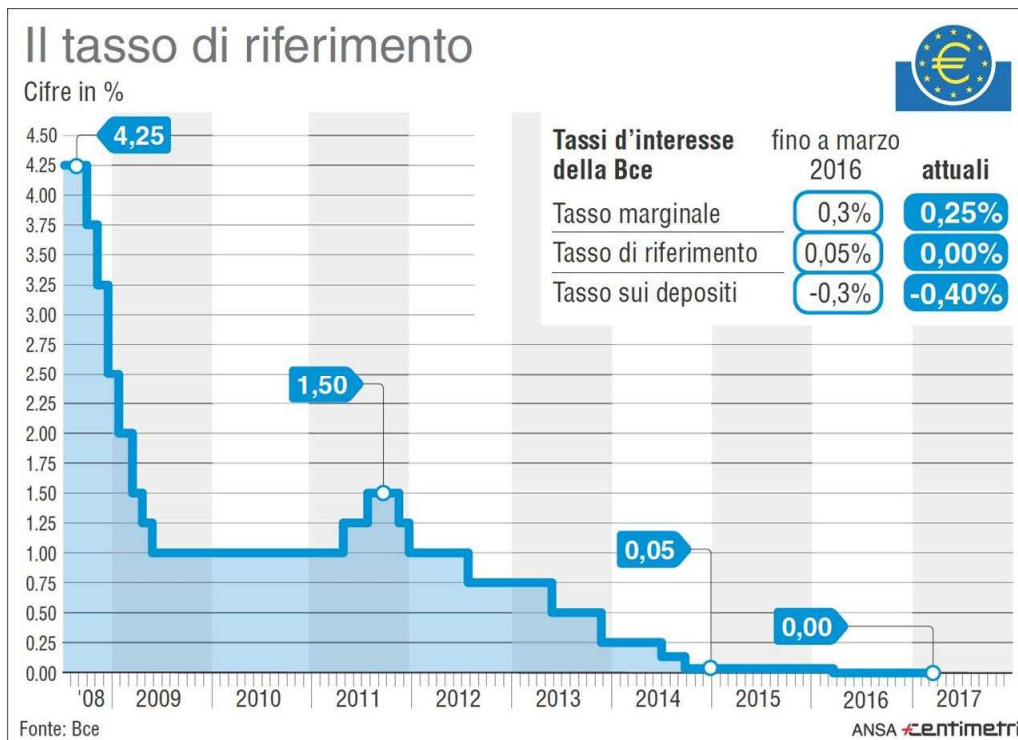
**R.** Dipende appunto da come viene chiuso: se la Bce alla fine decidesse di riacquistare i titoli di Stato comprati dalla Banca d'Italia il nostro Target 2 si ridurrebbe a 140 miliardi.

**D. E lo può fare? Senza modificare il suo mandato?**

**R.** Il consiglio direttivo lo può decidere autonomamente e tranquillamente. Certo, ci vuole una maggioranza che ora non c'è dato che la Bundesbank è contraria.

**D. Altrimenti?**

**R.** Altrimenti ci ritroveremo in un sistema che non è più dopato dal Qe, con un debito gonfiato nei confronti dell'Eurosistema e divari destinati ad allargarsi.



**D. Draghi, però, ha detto che l'euro è irrevocabile.**

**R.** In realtà dal 17 gennaio 2017 siamo finalmente nelle condizioni di calcolare le probabilità della fine della moneta unica dal punto di vista dei tedeschi.

**D. E come?**

**R.** Basta partire dal presupposto che il tasso di rendimento dei titoli di Stato corrisponde alla probabilità che il debito venga rinominato in una moneta di minore valore. E questo spiega anche perché il tasso di interesse dei *Bund* è negativo: il debito tedesco rischia di essere rinominato in una moneta più forte.

**D. E perché la probabilità della fine dell'euro si può calcolare dal 17 gennaio?**

**R.** Perché quel giorno sono diventate operative modifiche al Qe che eliminano una norma tarata ad hoc sui titoli di Stato di Berlino.

**D. Una norma *ad Statum*?**

**R.** Esatto. Gli acquisti della Bce influenzano tutta la curva dei rendimenti verso il basso. Ma per evitare di generare perdite nel suo bilancio, teoricamente la Bce avrebbe dovuto acquistare solo titoli con tassi di interesse superiori ai suoi tassi di deposito. Per la Germania però il discorso è sempre stato diverso, perché i titoli tedeschi partivano da tassi vicini allo zero o negativi.



#### D. E quindi?

R. Draghi ha posto dei limiti, ma per acquistare Bund li ha dovuti progressivamente abbassare: all'inizio ha detto che la Bce non avrebbe comprato titoli con un rendimento inferiore al  $-0,2\%$ , poi ha abbassato la soglia al  $-0,3$  e infine al  $-0,4\%$ . Le banche tedesche hanno scommesso al ribasso, comprando in anticipo titoli sotto la soglia e aspettando le mosse di Draghi, ampiamente annunciate, per rivenderglieli, guadagnando moltissimo.

#### D. Quali erano le conseguenze?

R. Questo meccanismo distorceva i prezzi e impediva di trarne le giuste valutazioni di rischio. Alla fine dal 17 gennaio Draghi ha definitivamente cancellato il limite. Ora il mercato può prezzare liberamente i titoli tedeschi.

#### D. E quindi lei può calcolare qual è la probabilità che la moneta unica fallisca?

R. L'ho calcolata: la percentuale si aggira tra il 3 e il 6% nell'orizzonte di due anni.

#### D. Tutto sommato non è alta.

R. No, ma la tendenza è al rialzo.

#### D. E infatti le quotazioni dei credit default swap, le assicurazioni sul fallimento dei Paesi dell'area Euro, crescono.

R. Del resto abbiamo anche davanti una lunga serie di elezioni. Il fatto che ogni Paese europeo voti in un momento diverso aumenta l'instabilità finanziaria. E i rischi geopolitici sono in crescita, con Trump da una parte e Putin dall'altra. Marine Le Pen in Francia e pure Angela Merkel che parla di un'Europa a più velocità anche per dare un messaggio al suo elettorato euroscettico. Come se non bastasse nel 2017 è in programma la ratifica del Fiscal compact, che ci impedisce di investire oltre l'1%.

#### D. Draghi cerca di rassicurare, ma l'orizzonte è preoccupante. Secondo lei cosa bisognerebbe fare per invertire la tendenza?

R. Tre cose: alla fine del Qe il Consiglio direttivo della Bce dovrebbe acquistare i titoli comprati

dalle banche centrali all'interno del programma. Poi basterebbe dire che l'area euro è “a zero spread”, dando un messaggio chiaro sulla condivisione dei rischi.

**D. Basterebbe davvero che Draghi pronunciasse queste parole?**

**R.** Sì, perché nessuna banca andrebbe contro la banca centrale. Non potrebbe mai vincere. Esattamente come un milionario non può vincere contro il casinò decidendo semplicemente di raddoppiare la posta: non ha abbastanza liquidità per farlo.

**D. Quindi uscire dal Qe in maniera intelligente, dichiarare lo spread zero. E poi?**

**R.** Modificare l'architettura dell'area Euro. L'Eurozona è un'area monetaria non ottimale: un'area con la stessa moneta, ma dove il costo del denaro non è lo stesso. E questo genera indebiti trasferimenti dalle zone più deboli a quelle più forti.

**D. Detto più chiaramente?**

**R.** Con questa architettura sono avvantaggiate le imprese delle zone dove il costo del denaro è più basso. Secondo i miei calcoli, tra l'accumulo di inflazione prima, l'aumento dello spread poi e al netto di fenomeni come le delocalizzazioni, dal 2000 al 2016 i costi finanziari per la manifattura italiana sono cresciuti del 30%.

**D. Una tendenza che si autoalimenta. Il Qe ha avuto un qualche impatto su questo meccanismo?**

**R.** Un impatto, anche se modesto, l'ha avuto, ma è temporaneo e insufficiente. Il punto è: crediamo a quest'area monetaria o no? Se vogliamo che il discorso diventi costruttivo bisogna avere una vera classe dirigente capace di fare le scelte che non sono state fatte negli ultimi 15 anni.

**D. E se questa classe dirigente non ci fosse?**

**R.** Allora è il caso di allacciare le cinture di sicurezza.