

BUSINESS  
INSIDER  
ITALIA

# La Germania propone una via d'uscita dall'euro. Per proteggere se stessa

Marcello Minenna\* 5/4/2018



*Christoph Schmidt (a destra nella foto), presidente del Consiglio degli esperti economici della Germania stringe la mano alla cancelliera tedesca Angela Merkel alla fine della riunione annuale del Consiglio. AFP PHOTO / JOHN MACDOUGALL/Getty Images)*

\* *Economista, [@marcellominenna](#)*

Nonostante un'economia che va a pieni giri, con la crescita del PIL al 3%, la disoccupazione al 3,6% ai minimi da 40 anni ed un surplus commerciale record che sfiora i 300 miliardi di €, i maggiori economisti tedeschi sono assai preoccupati per le sue sorti. La minaccia più immediata? Che il dibattito sulle riforme dell'Unione monetaria prenda una piega concreta verso la condivisione dei rischi, grazie soprattutto alle (timide) pressioni francesi e data l'inspiegabile

assenza dell'Italia. Infatti, una riforma dell'Eurozona anche solo debolmente risk-shared che aumentasse (di poco) i trasferimenti di risorse verso i Paesi periferici vorrebbe dire rinunciare al comodo status quo attuale, nel quale l'industria tedesca può sfruttare la robusta ripresa del mercato europeo interno per le proprie esportazioni a prezzi ultra-competitivi.



*Hans-Werner Sinn, presidente dell'istituto di ricerca economica Ifo, gesticola durante il suo discorso al 14 summit economico a Monaco nel maggio 2015. AFP PHOTO/CHRISTOF STACHE /Getty Images)*

La proposta ufficiale del gruppo di influenti economisti tedeschi, tra cui Hans-Werner Sinn e Karl Konrad del Planck-Institut e niente meno che il Presidente del Consiglio dei Saggi Economici (Sachverständigenrat), Christoph Schmidt è radicale ma non sorprendente: la legislazione comunitaria dovrebbe prevedere espressamente una procedura di uscita dall'Eurozona, sulla falsariga dell'Articolo 50 del Trattato di Lisbona recentemente invocato dal Regno Unito.

Con buona pace dell'irrevocabilità dell'Euro, dell'irreversibilità del processo di integrazione ed altri sinonimi altisonanti invocati a fasi alterne dall'euro-burocrazia, i tedeschi vogliono una via di uscita chiara dall'Euro. Al momento attuale infatti per un Paese membro l'unica possibilità di abbandonare l'Euro passa proprio attraverso l'applicazione dell'articolo 50, che però richiederebbe anche l'uscita tout court dall'Unione Europea e dal mercato unico. Una scelta con dei costi per l'economia manifatturiera tedesca, così ultra-integrata con i suoi Paesi satelliti, che appaiono proibitivi anche al gruppo di pensatori radicali tedeschi.

## La minaccia dei saldi debitori di Target 2

L'intelligenza teutonica è soprattutto crucciata dall'accumularsi dei c.d. saldi Target2, con squilibri crescenti tra le banche centrali creditrici dei Paesi core e quelle debitorici dei Paesi periferici. Il saldo a credito della Bundesbank a fine febbraio 2018 ha raggiunto un picco monstre di 913 miliardi di € (ben più alto del precedente record raggiunto nel 2012). È importante capire come questa preoccupazione faccia senso solo perché negli ambienti accademici tedeschi oramai si ragiona esplicitamente nella direzione di una Germania senza Euro.

*È stato ripetuto più volte con chiarezza che il saldo Target2 tedesco rappresenta solo una stratificazione di registrazioni contabili di operazioni finanziarie già regolate (e quindi “morte”) tra il sistema bancario tedesco e il resto delle banche europee, che hanno già fatto affluire un oceano di liquidità nell'economia tedesca riveniente perlopiù dal surplus commerciale e dal processo di nazionalizzazione dei rischi.*

Tuttavia, per il peculiare funzionamento del sistema Target2, le banche centrali nazionali – che intermediano sempre le operazioni transfrontaliere delle proprie banche – non regolano tra loro le transazioni, iscrivendo semplicemente la posta all'interno del proprio bilancio. I saldi Target2 insomma sono debiti e crediti fittizi tra banche centrali, non esigibili e senza nessuna scadenza, remunerati infatti da un tasso di interesse minimo, quasi simbolico.

Per capire meglio: un'azienda italiana che importa dalla Germania attraverso la propria banca nazionale genera automaticamente un “debito” Target2 per la Banca d'Italia, perché il bonifico in partenza dalla banca italiana viene trasferito alla corrispondente banca tedesca direttamente dalla Bundesbank. Però i fondi in partenza dalla banca italiana si “fermano” contabilmente in Banca d'Italia, che non paga nulla alla Bundesbank, ma iscrive semplicemente un debito nel proprio bilancio nei confronti della banca centrale tedesca. Lo stesso succede se una banca italiana compra un BTP da una banca tedesca.

Considerato che Banca d'Italia e Bundesbank sono solo succursali della BCE dov'è il problema? Se l'Unione monetaria rimane intatta non ci sarà mai nessun problema, i saldi Target2 rimarranno solo sulla carta e potrebbero essere potenzialmente di entità illimitata.

Rimarrebbero testimonianza contabile – questo sì – di uno squilibrio persistente nei flussi commerciali e finanziari dell'Eurozona provocato prima dalla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle precedenti valute dei Paesi membri e poi dalle logiche segregazioniste dei rischi sottese alle misure straordinarie della BCE.

Ricordiamo infatti che i prestiti (LTRO) erogati da Francoforte tra il 2011 e il 2012 sono stati usati dalle banche periferiche per saldare crediti commerciali verso le banche franco-tedesche e assorbire le loro esposizioni in Govies (titoli di Stato) del Sud Europa. Se fossero andati direttamente a imprese e famiglie, i saldi Target2 non si sarebbero mossi. Parimenti se col Quantitative Easing la BCE avesse comprato direttamente i titoli di Stato senza coinvolgere le banche centrali nazionali. Una sintesi efficace delle più recenti ricerche in materia effettuata dalla London School of Economics per conto dell'Europarlamento nel novembre 2017 (TARGET (im)balances at record level: Should we worry?) evidenzia proprio queste caratteristiche strutturali delle divergenze nei saldi Target2.

### **Chi paga i debiti di Target2 in caso di uscita dall'euro?**

Se un Paese sta progettando di abbandonare la moneta unica, i rischi virtuali che sono stati “segregati” nei saldi Target2 si materializzano. Ipotesi: l'Italia decide di uscire, magari attraverso l'art.50 del Trattato di Lisbona. La Banca d'Italia si scinde dalla BCE riacquisendo una propria autonomia di bilancio. In questo caso i saldi Target2 diventerebbero debiti e crediti reali tra autorità monetarie ben distinte. Nello scenario probabile di forte stress economico e finanziario indotto dall'abbandono dell'Unione Europea, la Banca d'Italia – tornata verosimilmente sotto il controllo governativo – non avrebbe certo tra le sue priorità il pagamento di debiti (peraltro senza nessuna scadenza) per 440 miliardi di € alle altre banche centrali dell'Eurozona.

Ecco dunque che in questa prospettiva si capiscono le preoccupazioni tedesche. Il loro credito “potenziale” di oltre 900 miliardi verso l'Eurozona potrebbe essere di impossibile riscossione se si trovassero di fronte ad un'uscita unilaterale di un Paese Periferico come Italia e Spagna, o anche se fosse il governo tedesco ad optare per il ritorno ad un nuovo marco. Il presidente della Bundesbank Weidmann ne è pienamente consapevole e non a caso da anni propone un'ipotesi di collateralizzazione dei saldi Target2 dove le banche centrali dovrebbero porre a garanzia di eventuali deficit degli attivi di sicuro valore, come l'oro.

Allo stato attuale non è chiaro né se in caso di uscita unilaterale i saldi debbano essere regolati, né in quale valuta di riferimento.

Su questo si può dibattere a lungo: in una celebre risposta del gennaio 2017 all'interrogazione di due euro-parlamentari italiani, il Presidente Mario Draghi dichiarò pubblicamente che nel caso estremo di un'uscita unilaterale dalla moneta unica i saldi sarebbero dovuti essere regolati nell'immediato, ed in Euro. Un'interpretazione autentica e radicale, che rinfocolò in parte le tensioni sulla tenuta dell'Eurozona alla vigilia del voto presidenziale francese. Lo stesso

Draghi però pochi mesi dopo fece marcia indietro, su una nuova interrogazione da parte di europarlamentari olandesi, dichiarando che la BCE stessa non poteva fare ipotesi sulla fine dell'Euro data la sua irrevocabilità.



*Mario Draghi, Bce – foto di Hannelore Foerster/Getty Images*

A ben vedere infatti, la dichiarazione di Draghi implicava specularmente che le nazioni a credito come Germania ed Olanda dovessero essere “premiare” per la decisione di uscita con il regolamento in euro – e non in valute nazionali – a proprio favore dei saldi Target2. Un incentivo all’uscita, in pratica, che la BCE non poteva legittimamente sostenere.

D’altro canto, dall’analisi della documentazione legale sul sistema di pagamenti Target2 sembra che i conti tecnici su cui vengono regolate materialmente le transazioni siano soggetti a legge nazionale. Di conseguenza nel caso estremo di un’uscita unilaterale dall’unione monetaria da parte di uno dei Paesi membri, non è possibile escludere che un eventuale tentativo di ridenominazione in valuta diversa dall’Euro (come nuove lire, o dracma o peseta, verosimilmente svalutate) non possa essere tentato in sede legale dal Paese uscente.

Dal punto di vista della Germania dunque, sia che si concretizzi il rischio di un’Italexit innescata da un governo non cooperativo con la disciplina fiscale dell’area Euro, sia che si vada verso una riforma dell’Unione monetaria che abbracci il principio della condivisione dei rischi, conviene che esista una procedura ordinata di uscita dall’Euro. Alle loro condizioni, ovviamente.

## La proposta di uscita dall'euro degli economisti tedeschi

Secondo la triade Sinn- Konrad- Schmidt, la clausola dovrebbe far parte di un nuovo pacchetto di riforme che si inserirebbe nel più ampio progetto lanciato dalla Commissione Europea lo scorso 6 dicembre e che comprende tra l'altro l'istituzione del Fondo Monetario Europeo e di un Ministro unico per l'Eurozona. A quanto si capisce dal materiale disponibile, l'attivazione della clausola di uscita sarebbe su base volontaria, ma fortemente proceduralizzata nei tempi e nelle modalità di negoziazione. Un punto chiave che sembra trasparire è che i saldi Target2 andrebbero regolati, magari non nell'immediato, ma con modalità che seguirebbero una laboriosa negoziazione, come è accaduto per la determinazione del Divorce Bill tra Regno Unito ed Unione Europea.

Nel caso "malaugurato" in cui l'euro-burocrazia e gli altri Paesi riuscissero a forzare il processo di integrazione verso una mutualizzazione dei rischi "inaccettabile", una via di fuga di questo tipo consentirebbe alla Germania di poter abbandonare l'Eurozona con condizioni di vantaggio. Innanzitutto non dovrebbe abbandonare l'Unione Europea (ed il mercato unico) e manterrebbe poi un privilegio legale all'escussione dei 900 miliardi di saldi Target2 a credito nei confronti di tutti gli altri Paesi membri. La clausola offrirebbe alla Germania un cuscinetto anche nel caso in cui fosse l'Italia a decidere l'uscita, impedendo attraverso la fissazione di una procedura rigida una dissoluzione disordinata dell'Unione monetaria, con i relativi riflessi drammatici sui sistemi bancari e finanziari.

L'Euro è nato esplicitamente senza prevedere la possibilità di una retromarcia da parte di uno dei Paesi membri, con la motivazione che ciò avrebbe rafforzato il processo unidirezionale di integrazione. Fu una scelta di carattere politico della cui efficacia ex-post e dell'opportunità ex-ante è lecito dubitare.

L'economista USA Martin Feldstein definì la scelta di negare la possibilità di uscita come deleteria e foriera di conflitti. Di sicuro l'assenza di una clausola di uscita traeva la sua legittimazione da una prospettiva integrazione complessa, prima di tutto monetaria, ma successivamente fiscale ed infine politica. C'era cioè il presupposto implicito che ci si stesse muovendo verso un'"Europa dei trasferimenti" e della solidarietà; a che pro altrimenti decidere di bruciare i ponti rispetto al passato?

La proposta degli economisti tedeschi però antepone l'interesse nazionale a quello comunitario, prevedendo una scappatoia per la Germania proprio da quell'Europa dei trasferimenti che fungeva da presupposto al "salto nel buio" della moneta unica e che aveva già garantito tramite la cancellazione del debito tedesco una riunificazione senza troppi contraccolpi delle due Germanie. In una lettura non troppo distante dalla realtà, la Germania ha remato negli anni

“contro” l’idea di un’Europa pienamente federale, quantomeno a livello fiscale, impantanando il processo di integrazione. In questo contesto mutato – di cui bisognerà prendere atto prima o poi – l’inserimento in linea di principio di una clausola di Eur-exit indica sicuramente, nelle parole di Stefano Fassina, “consapevolezza storica, economica e politica”. Nella sostanza, disegnare una clausola di uscita che possa tutelare il Paese periferico richiedente appare tutt’altra storia e mi vede piuttosto scettico.

Le modalità indicate dagli economisti tedeschi sono ovviamente pro domo sua, ed appaiono fortemente penalizzanti per il nostro Paese. Al di là dell’esigibilità dei saldi Target2, una procedura di Eur-exit rigida nei tempi e nelle modalità stile Art.50 tenderebbe ad aumentare piuttosto che ridurre i costi di uscita per l’Italia. Quale sarebbe infatti la posizione della BCE nel periodo di negoziazione? Funterebbe da ombrello protettivo per il sistema bancario nazionale fino alla fine del periodo transitorio o ridurrebbe gradualmente il suo impegno?

Anche se la ‘attitude’ della BCE fosse apparentemente collaborativa, rimarrebbe comunque uno strumento di pressione da parte degli Stati rimanenti al fine di raggiungere un accordo più favorevole, come d’altronde l’esperienza della crisi greca del 2015 insegna piuttosto bene. Storicamente tocca constatare come gli accordi di cambi fissi tendono a rompersi improvvisamente. Può apparire paradossale ma l’esistenza di una Banca Centrale unica a sostegno di un sistema di cambi fissi può solo complicare il processo di ritorno alle valute nazionali.