

La nuova morfologia dei rischi dell'Eurozona

Marcello Minenna

5 Marzo 2019

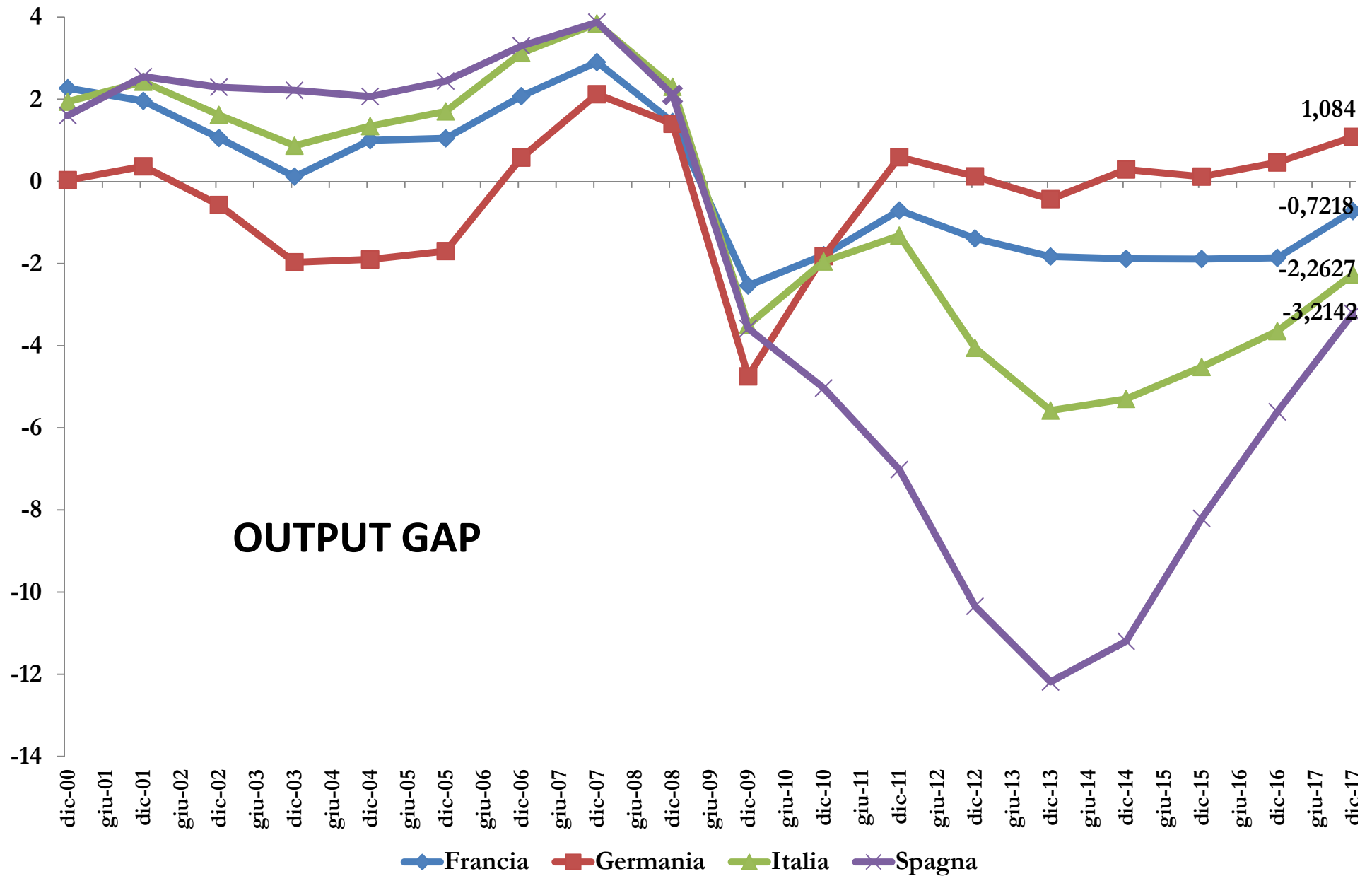


Persistente divergenza tra i paesi membri dovuta a:

- Debolezze architettonali: assenza di unione fiscale e politica, ortodossia monetaria
- Il target d'inflazione della BCE è riferito all'Eurozona nel suo complesso, i.e. come valore medio tra quelli dei singoli paesi
- Limiti delle misure intraprese dalle istituzioni Europee per contrastare la crisi e aumentare la resilienza dell'EMU

Ma siamo ancora: «tutti nella stessa barca»

Diversa intensità delle fasi del ciclo economico tra i paesi membri



OCSE



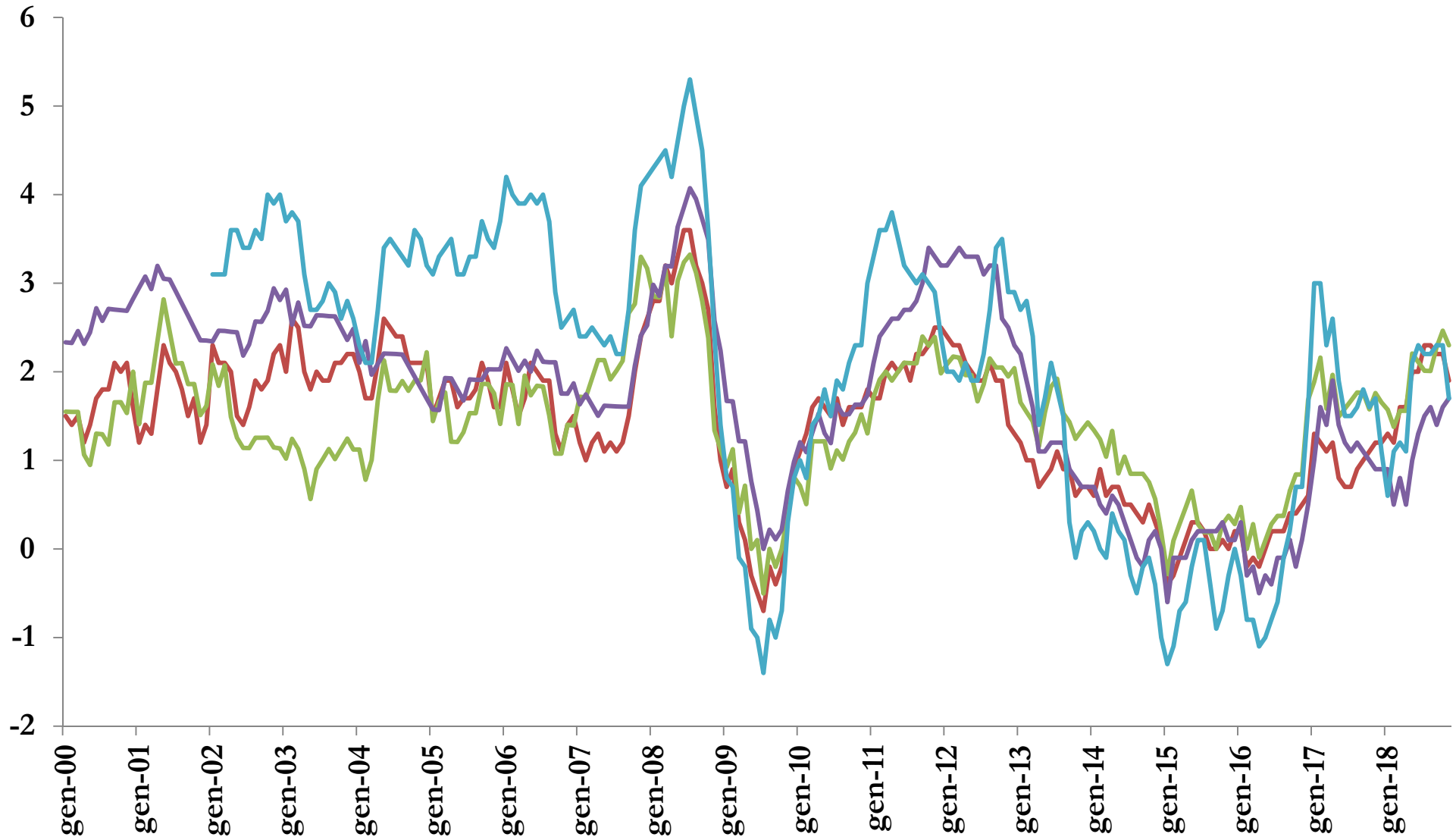
1° fattore di divergenza

□ AMPI DIVARI DI COMPETITIVITÀ

Persistenti differenziali d'inflazione

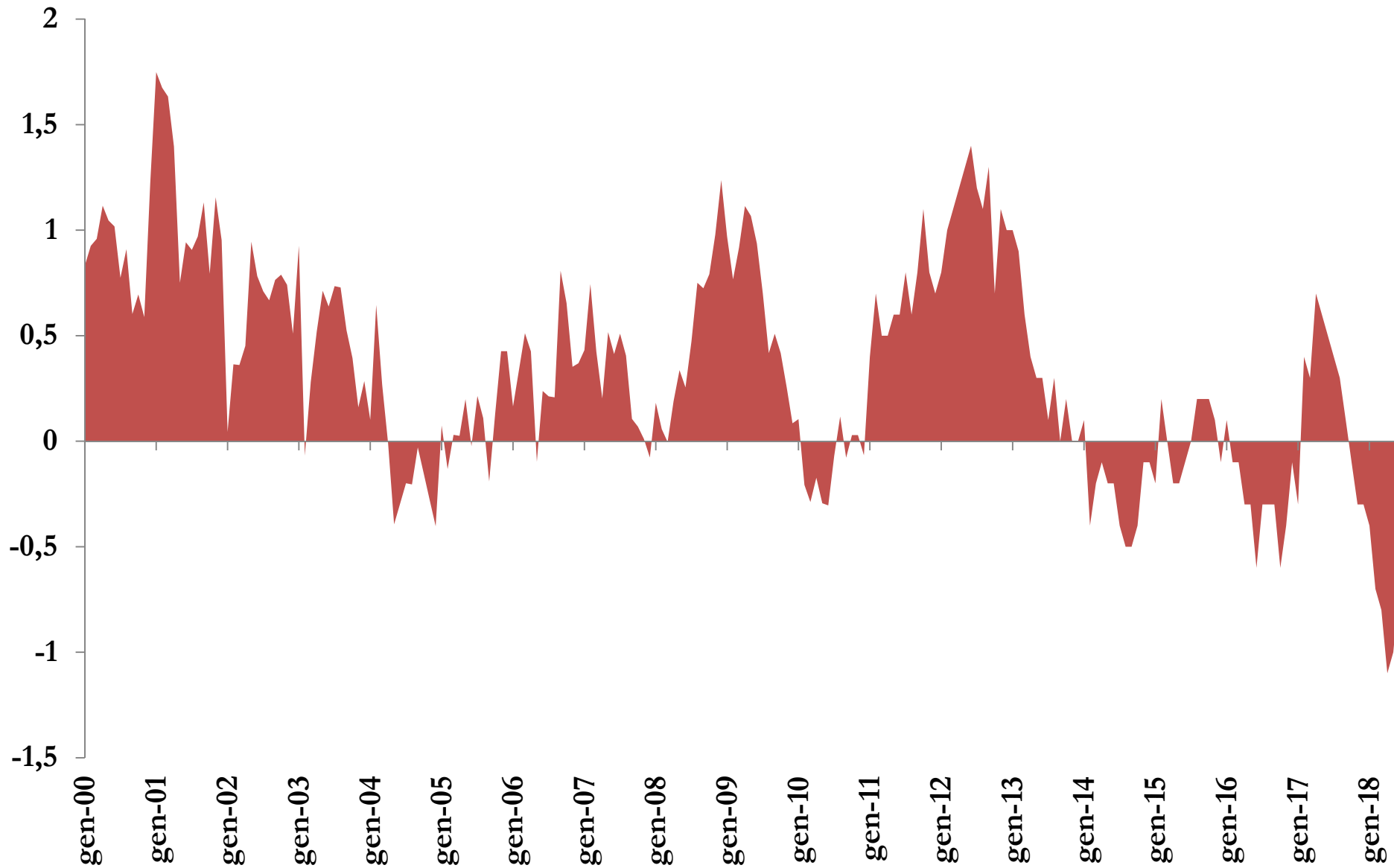


- Francia CPI 2015=100 YoY
- Germania CPI All Items YoY
- Italia CPI NIC All Items YoY
- Spagna CPI YoY



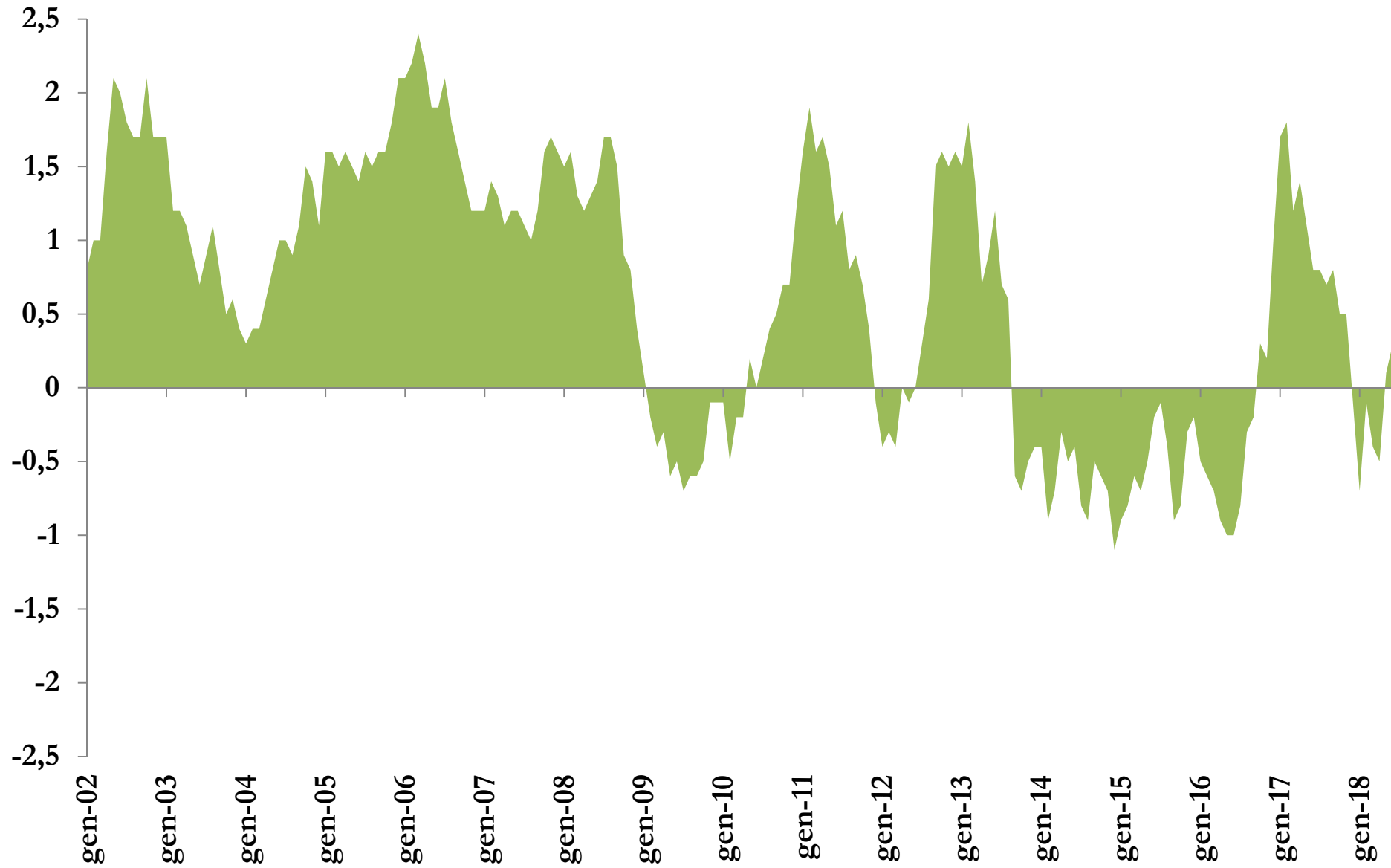
Persistenti differenziali d'inflazione

ITA-GER



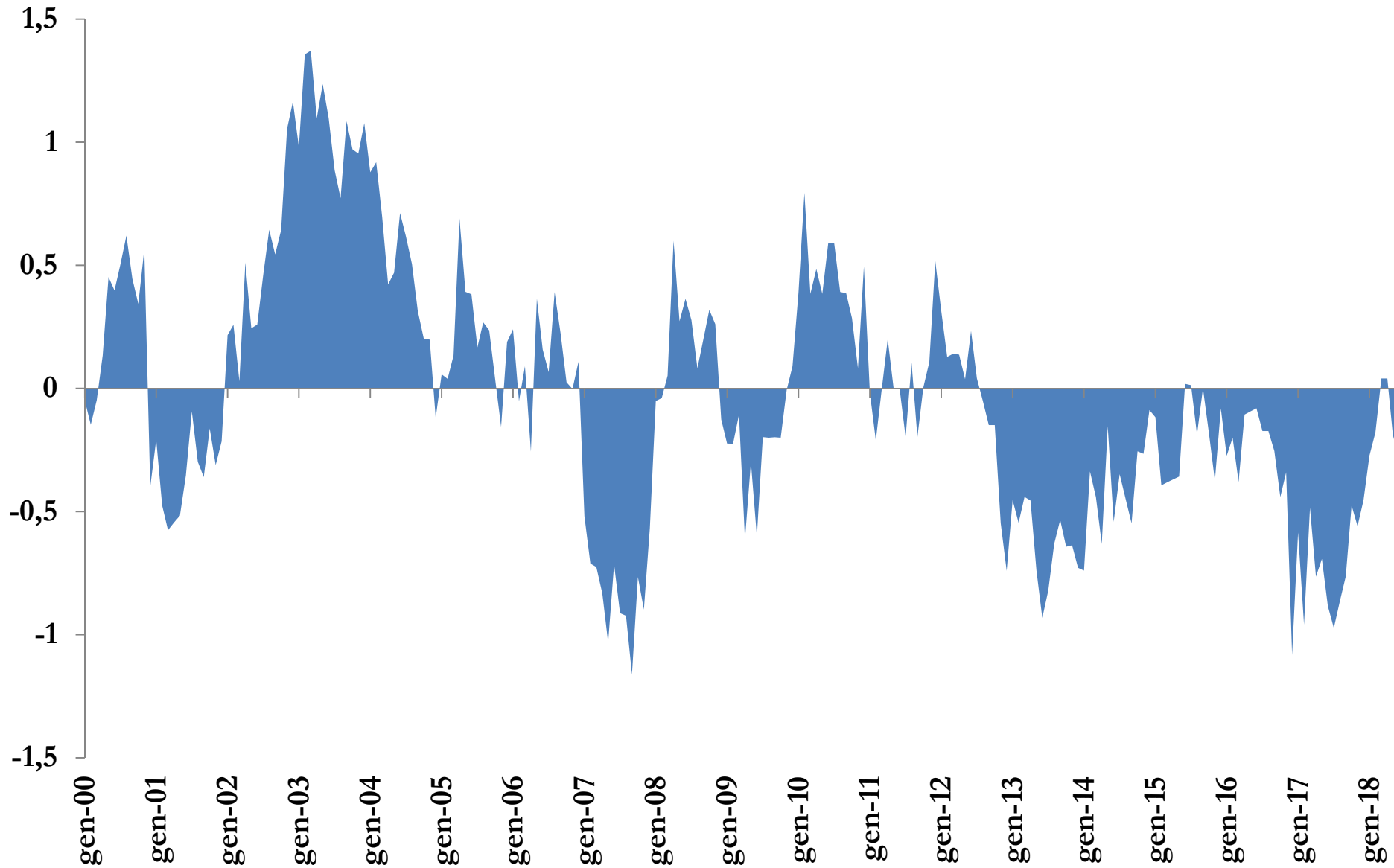
Persistenti differenziali d'inflazione

SPA-GER

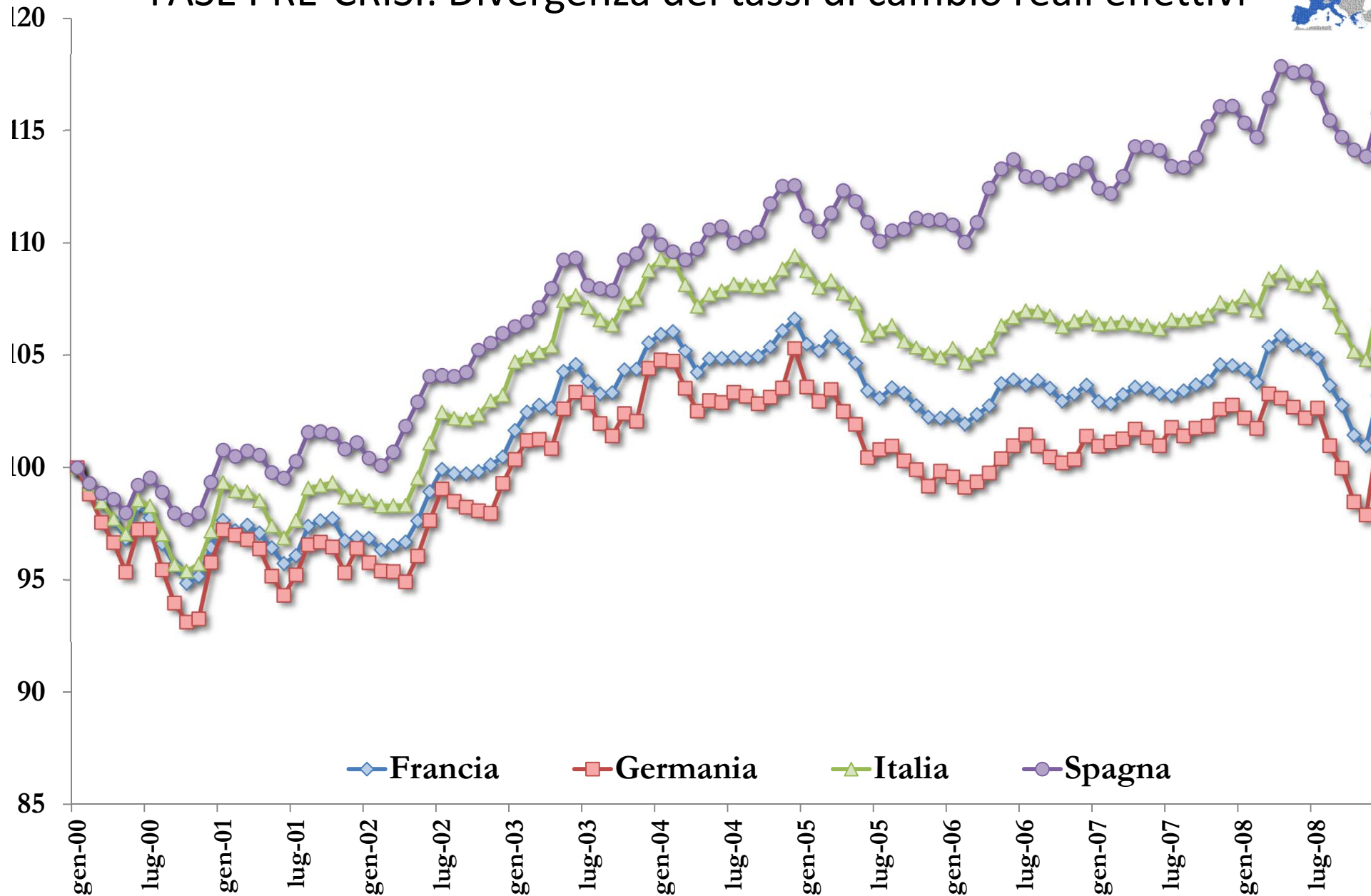


Persistenti differenziali d'inflazione

FRA-GER



FASE PRE-CRISI: Divergenza dei tassi di cambio reali effettivi





CRISI 2008-2009: rilevanza del rischio di credito e scomparsa della curva unica dei tassi di interesse



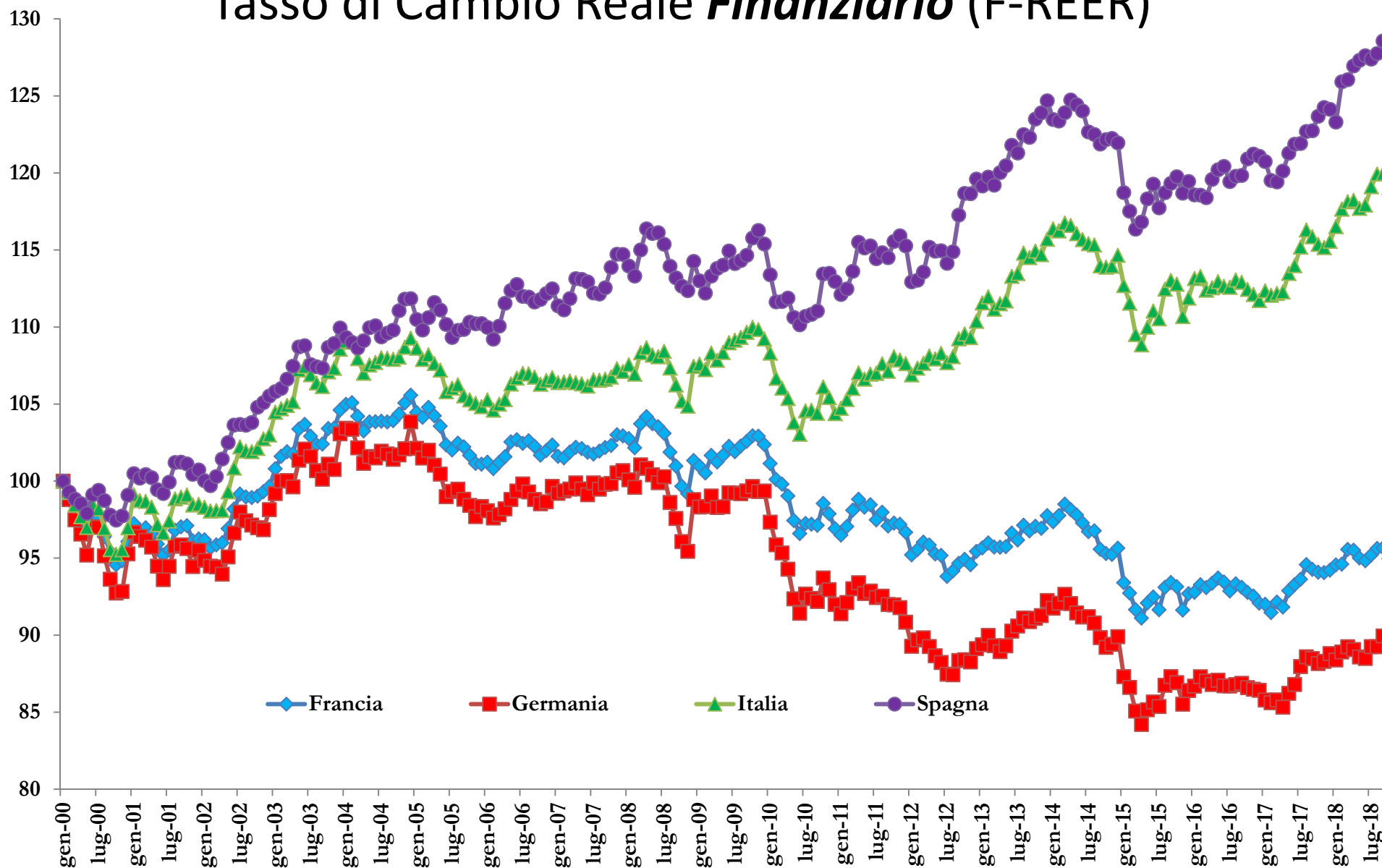
CRISI 2008-2009: rilevanza del rischio di credito e scomparsa della curva unica dei tassi di interesse



Nuovo indicatore dei divari di competitività:



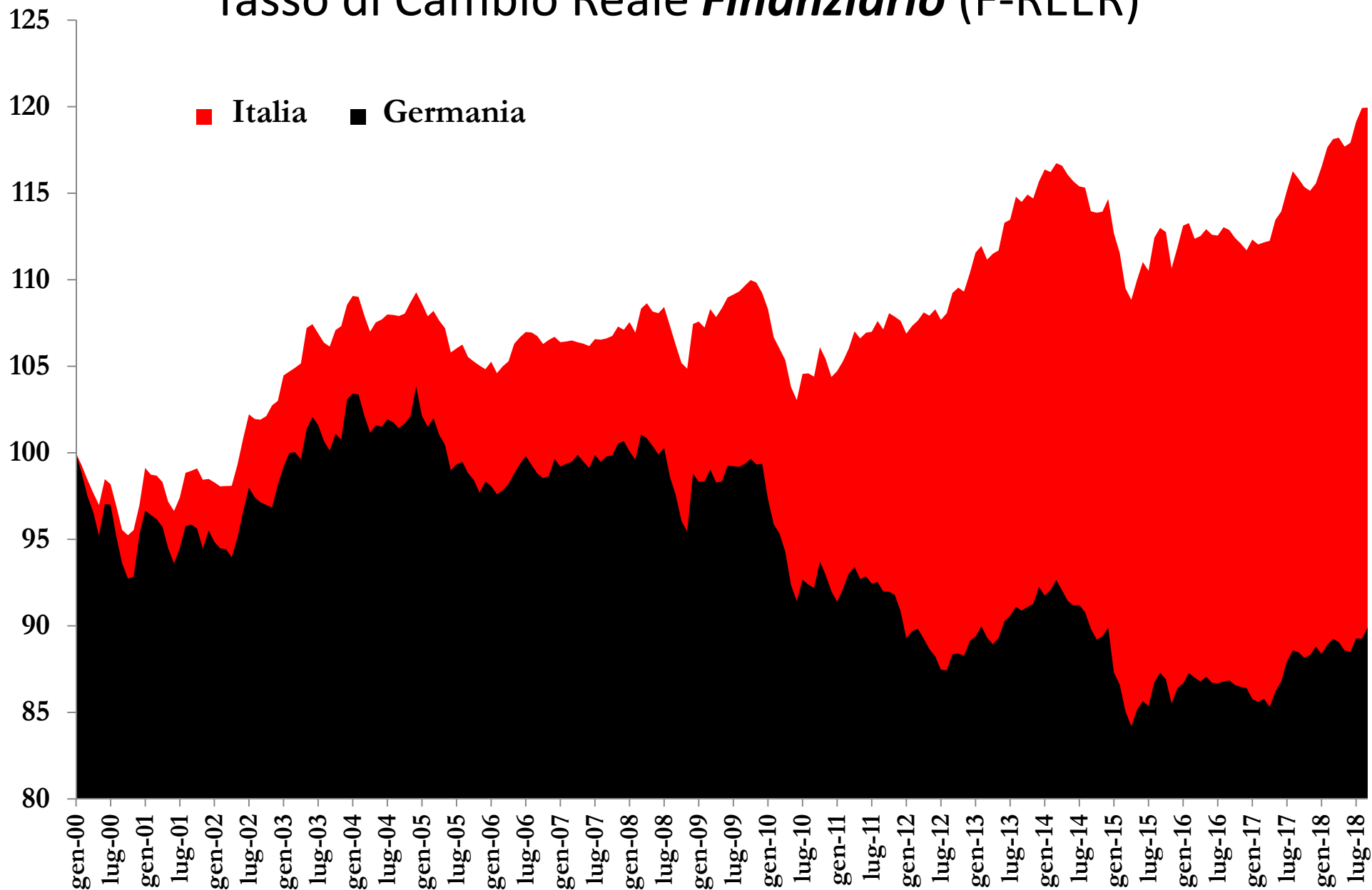
Tasso di Cambio Reale *Finanziario* (F-REER)



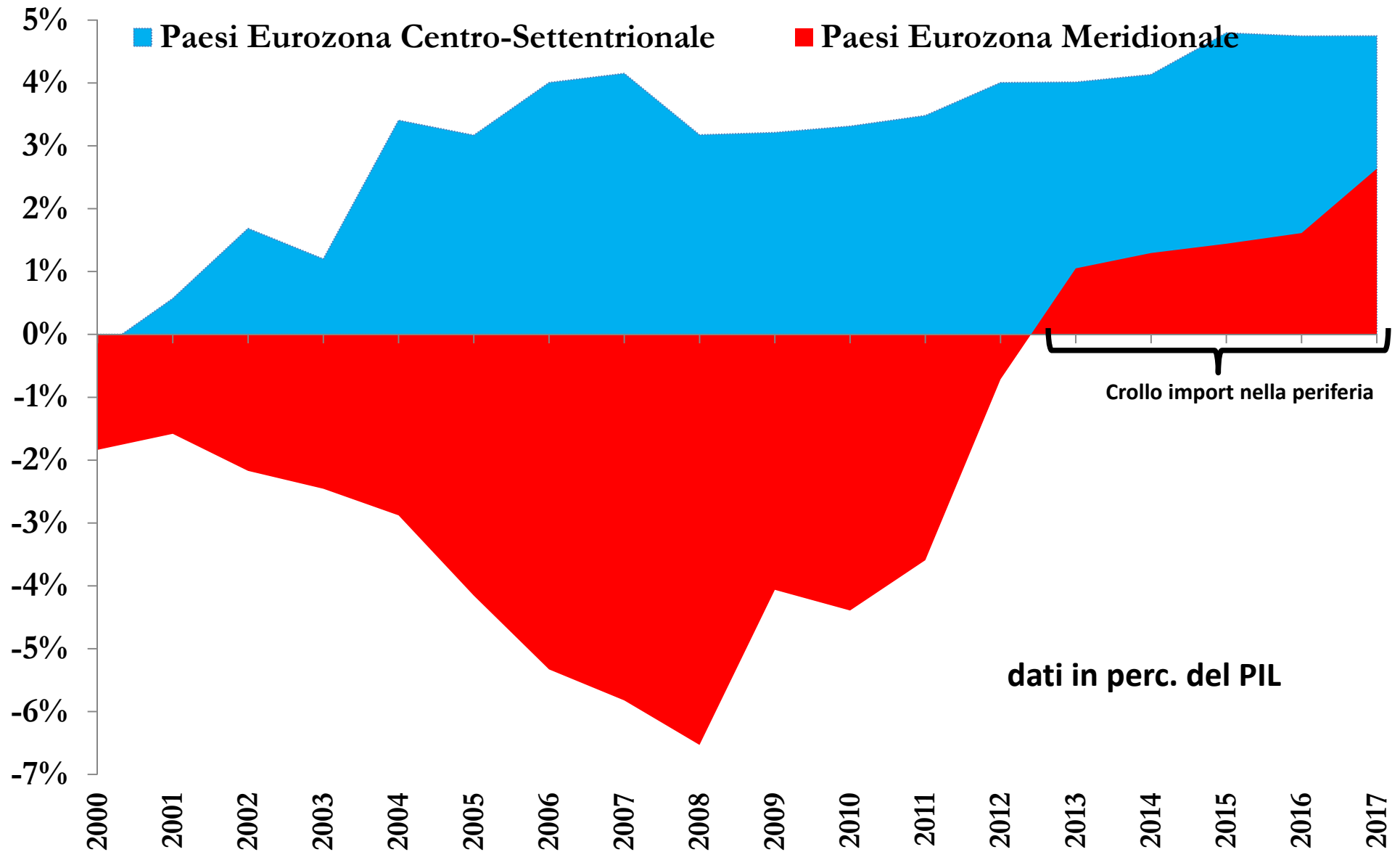
Nuovi indicatori dei divari di competitività:



Tasso di Cambio Reale *Finanziario* (F-REER)



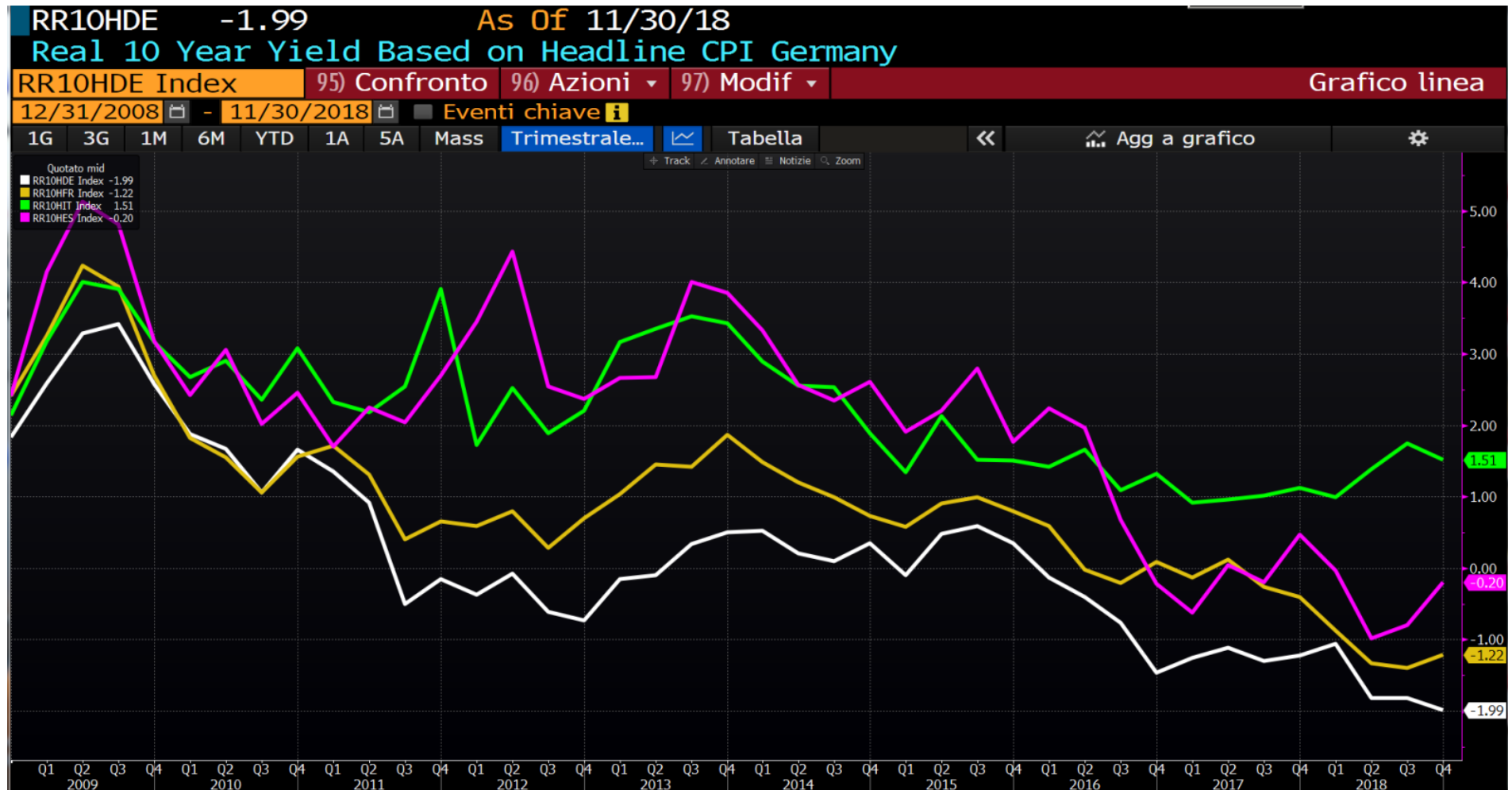
Ampi Squilibri delle Partite Correnti



Nuovi indicatori dei divari di competitività:



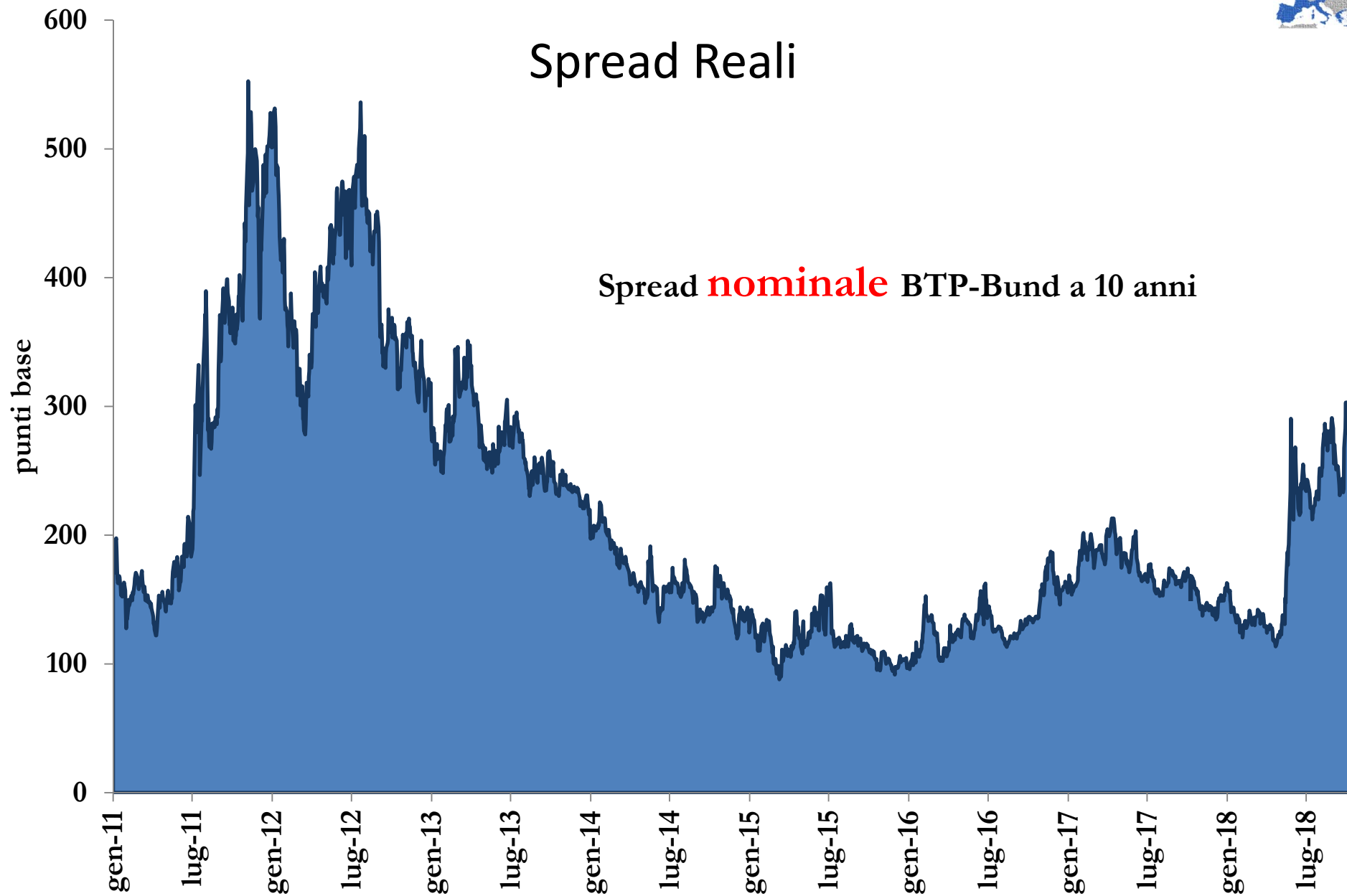
Spread Reali



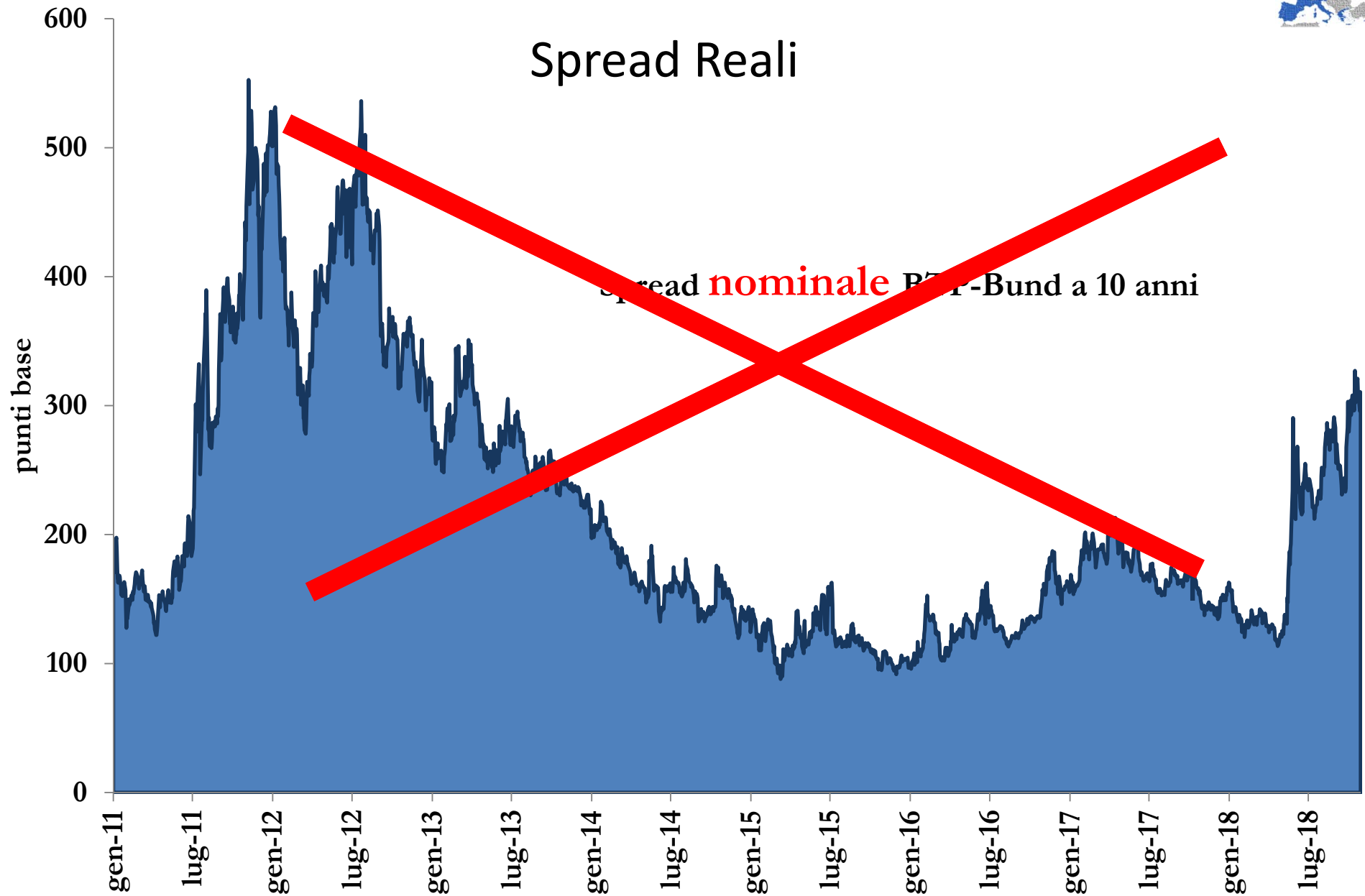
Nuovi indicatori dei divari di competitività:



Spread Reali



Indicatori dei divari di competitività:

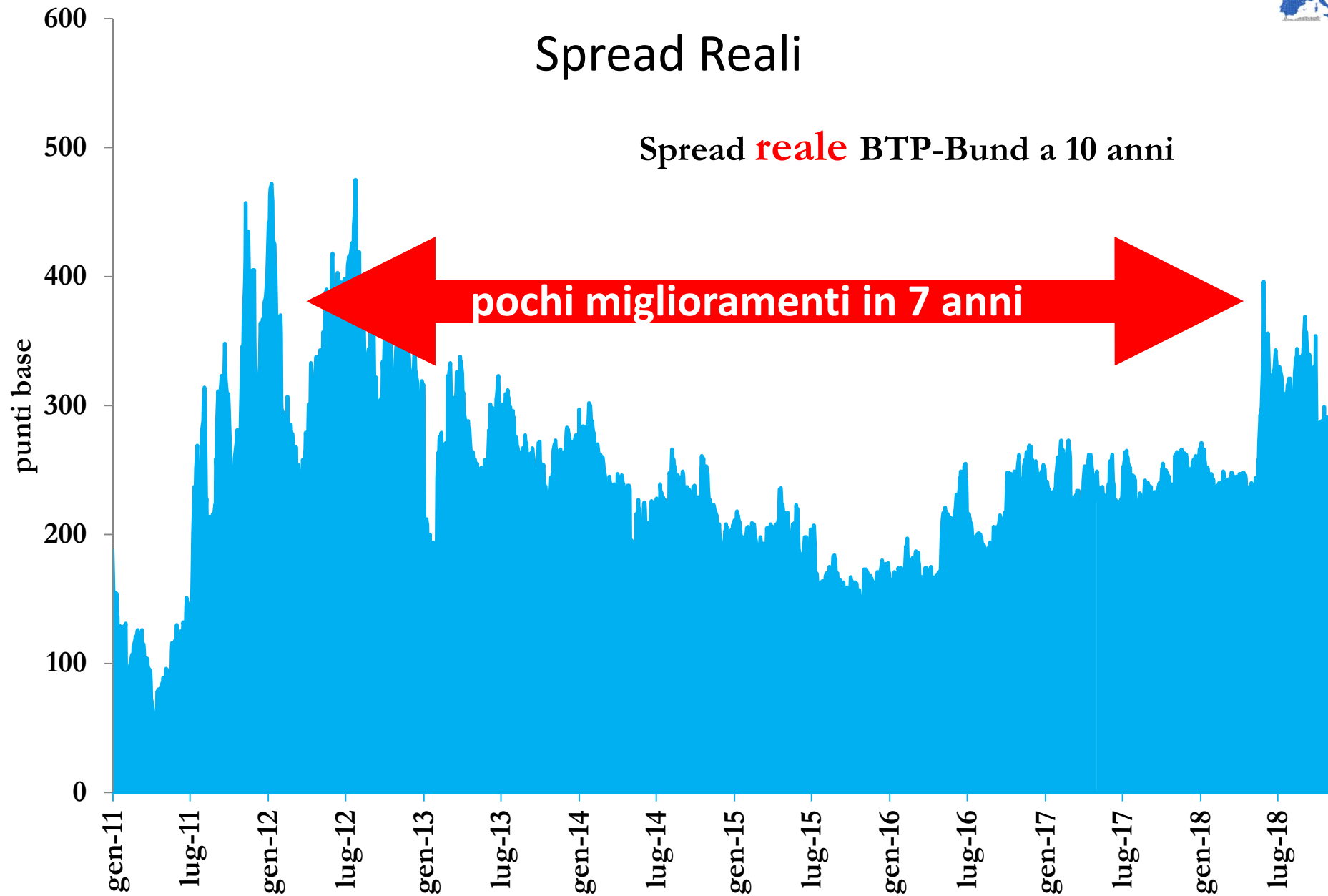


Indicatori dei divari di competitività:



Spread Reali

Spread **reale** BTP-Bund a 10 anni



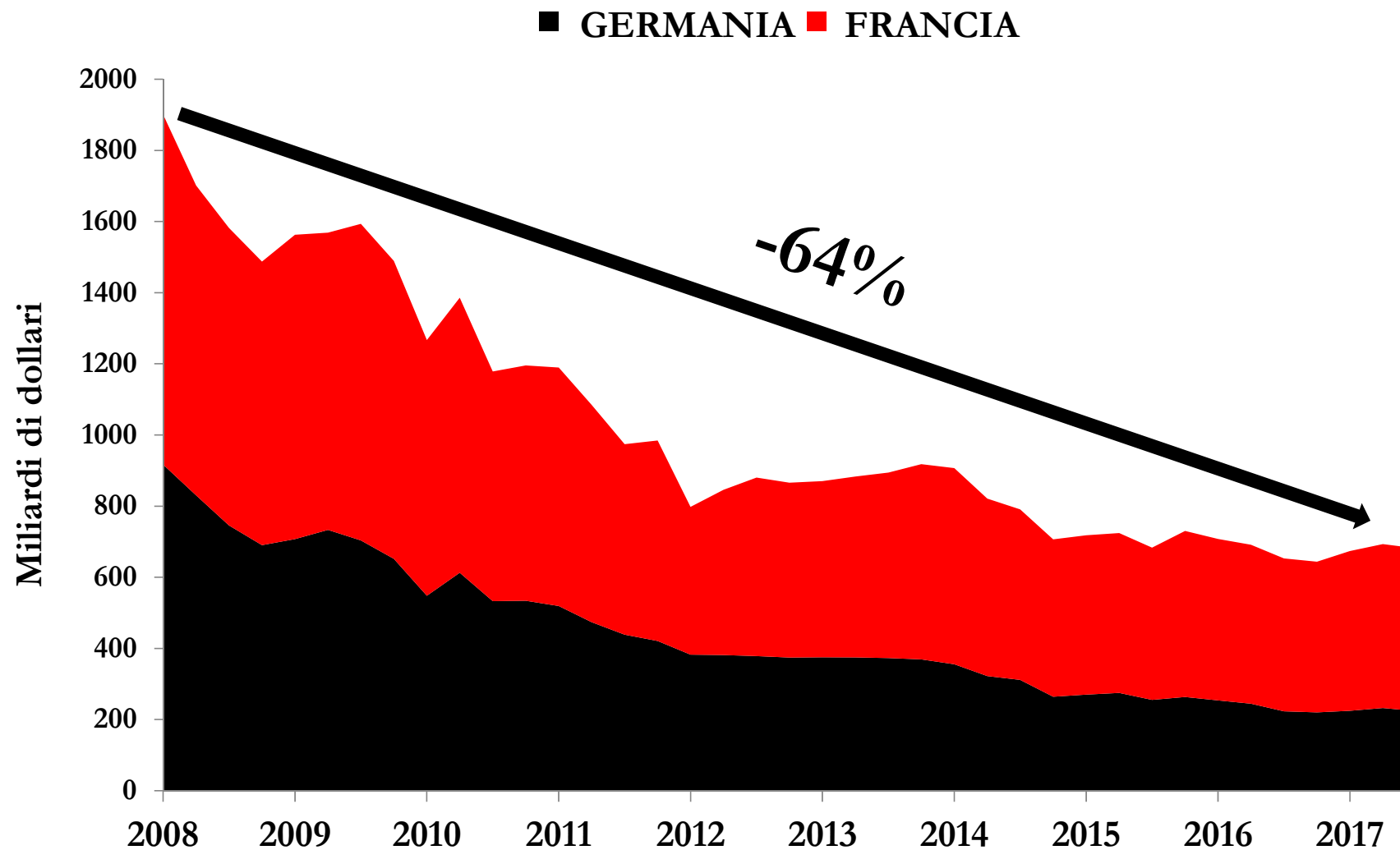


2° fattore di divergenza

□ PARADIGMA DELLA SEGREGAZIONE DEI RISCHI

- **Incontro di Deauville: Accordo sul coinvolgimento del settore privato (PSI) nelle perdite**
- **PSI all'opera: la seconda crisi del debito greco**
- **Nazionalizzazione dei debiti pubblici della periferia**
- **CAC sui titoli di Stato emessi dopo il 2012**
- **Discriminazione dei collaterali**
- **Intermediazione da spread**
- **Stallo dell'assicurazione Europea sui depositi**
- **Banche Centrali Nazionali come venditori di protezione nel QE**
- ...

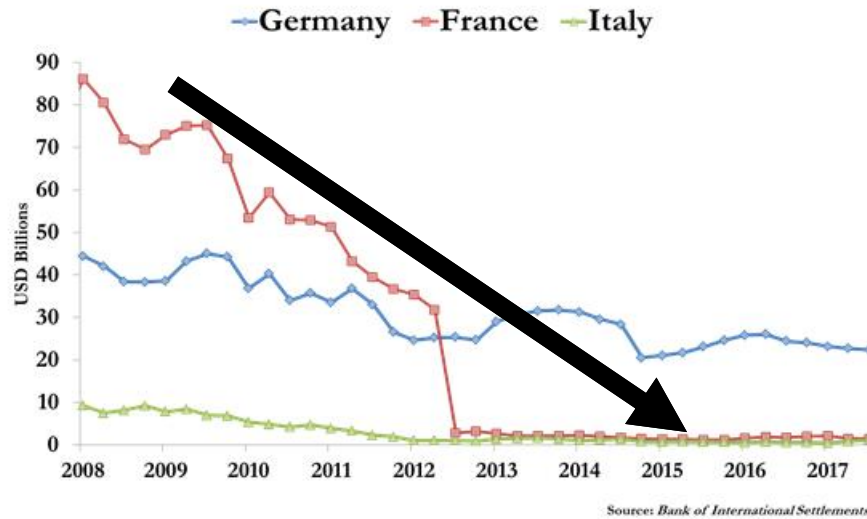
Deleveraging dalle esposizioni verso la periferia



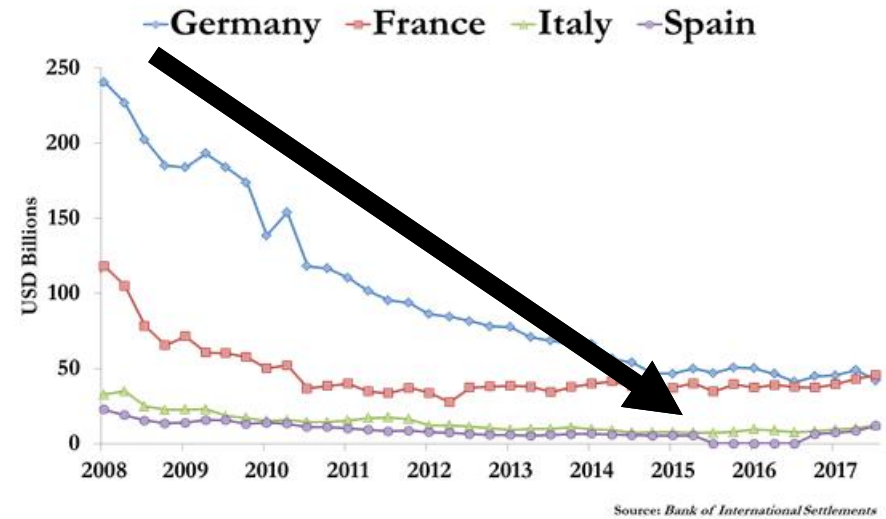
Deleveraging dalla Periferia



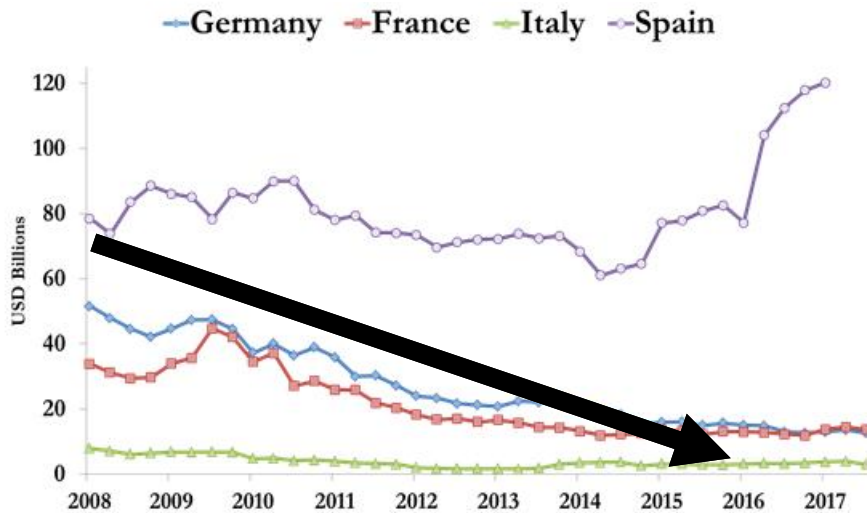
GRECIA



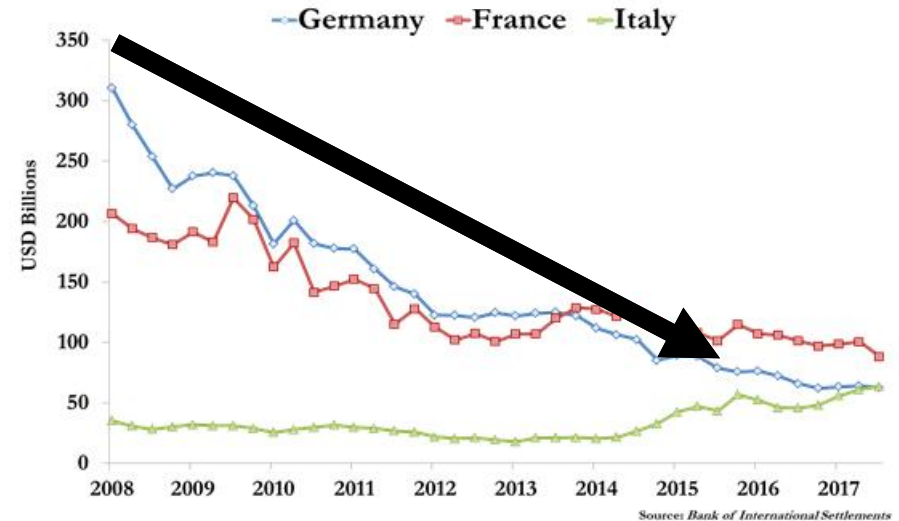
IRLANDA



PORTOGALLO



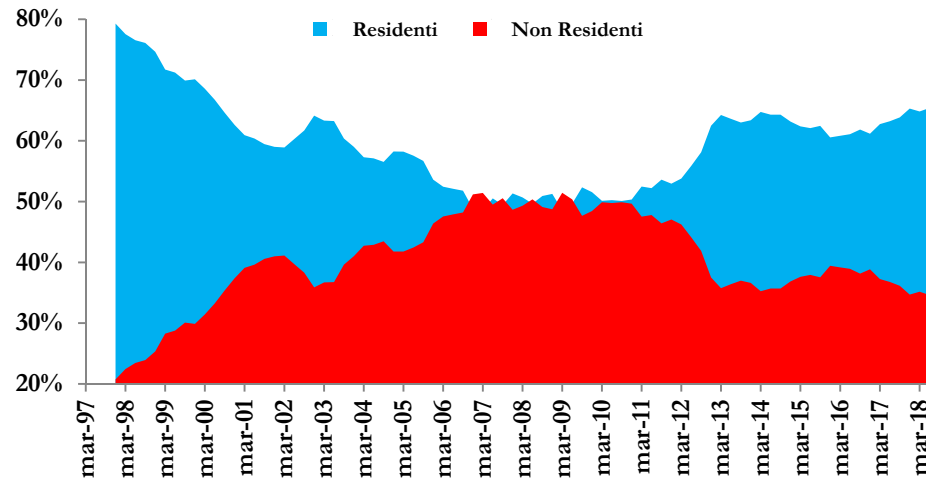
SPAGNA



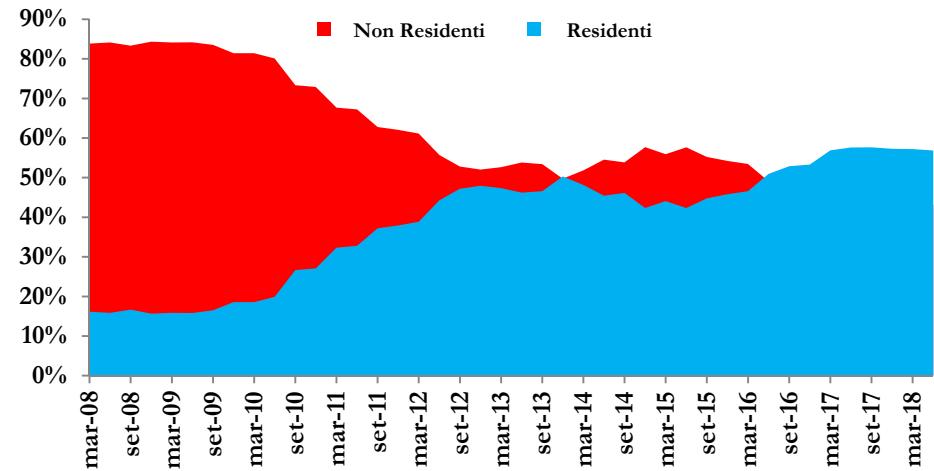
Nazionalizzazione dei Debiti Pubblici nella Periferia dell'Eurozona



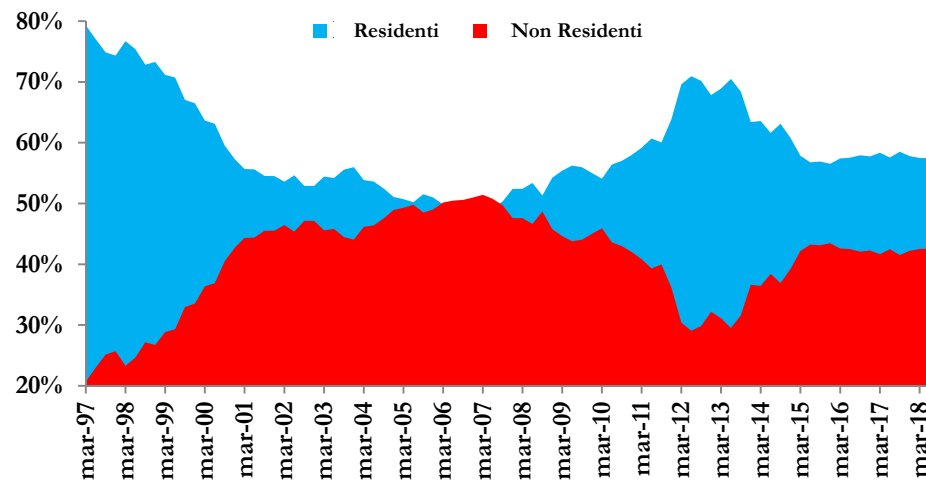
Italia



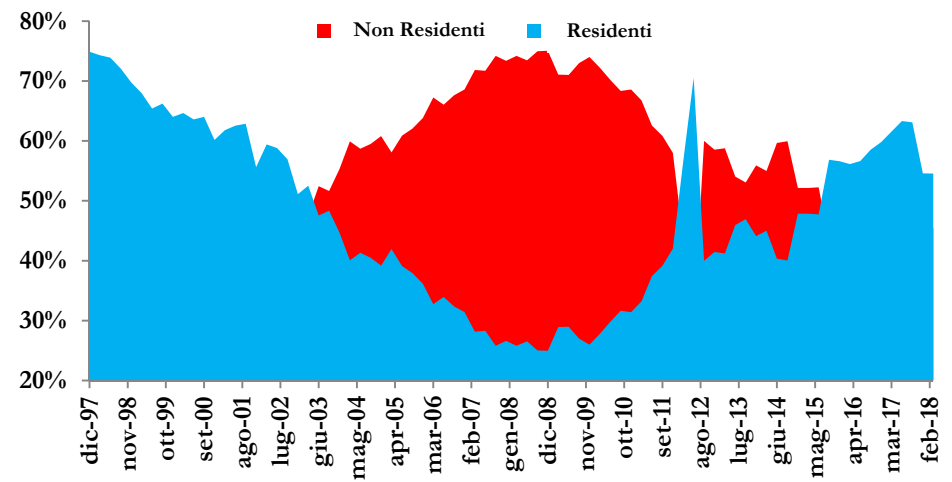
Portogallo



Spagna

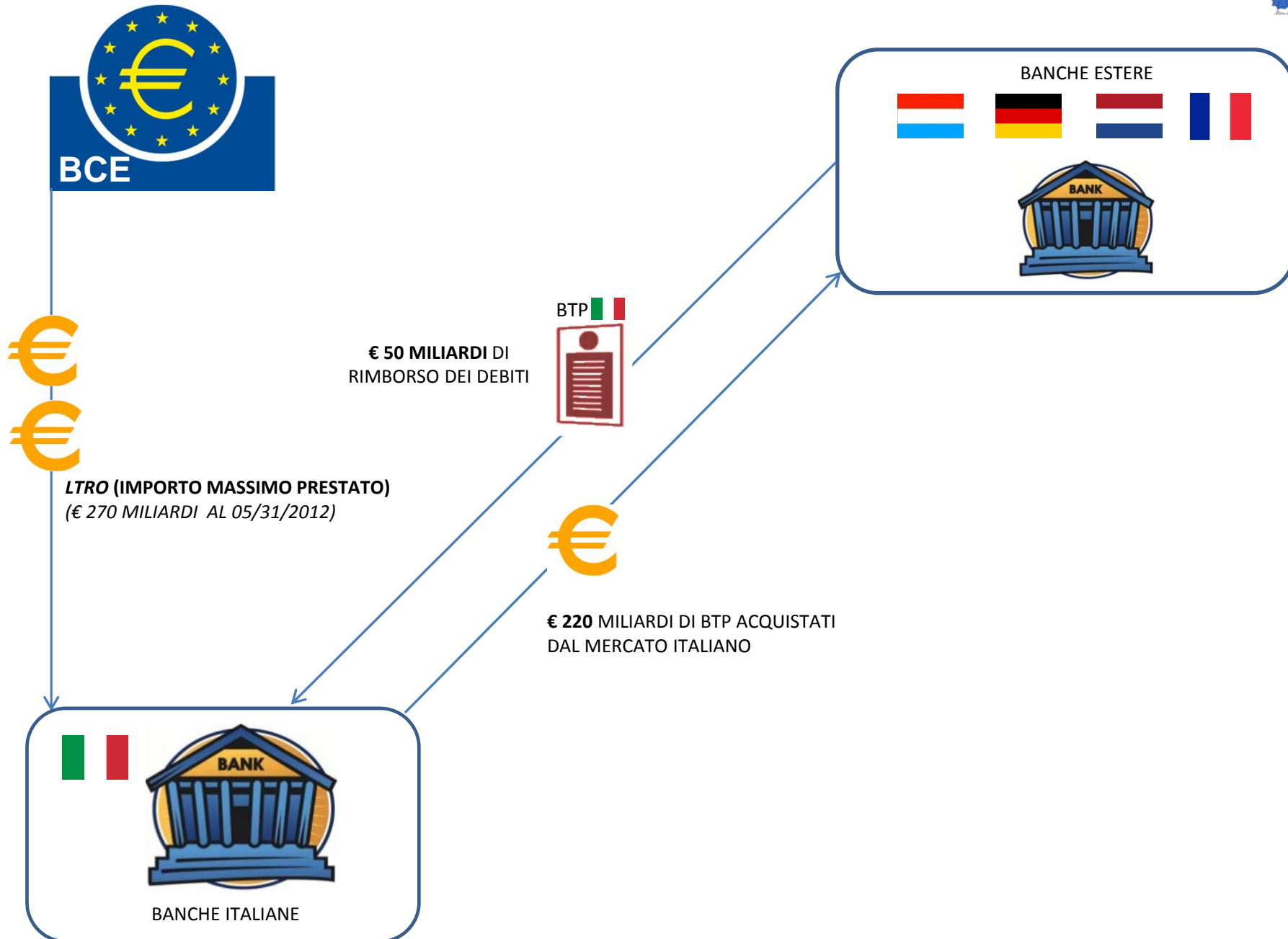


Grecia

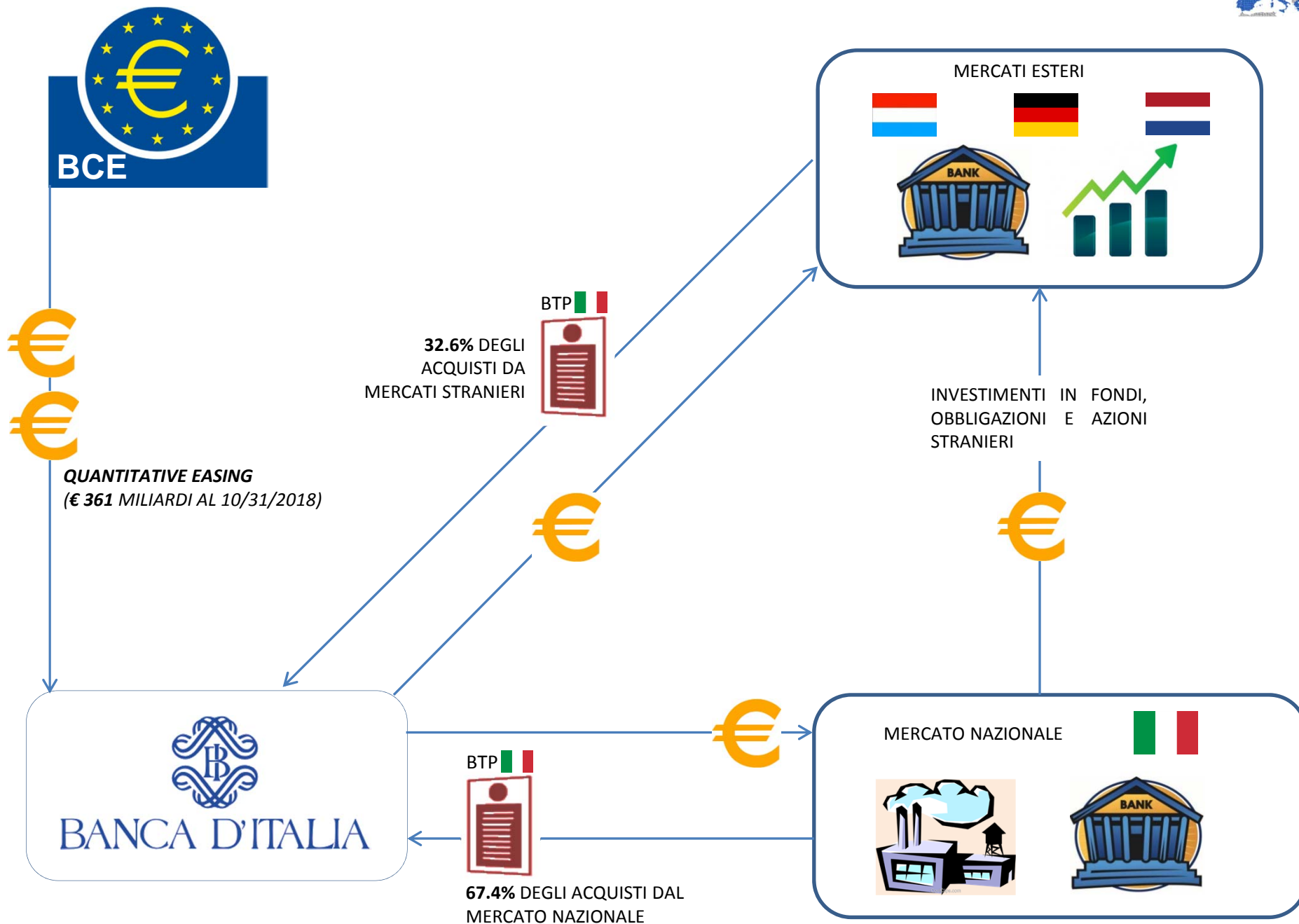


Fonte: Database Bruegel sui detentori del debito sovrano

ITALIA – FUGA DI CAPITALI E NAZIONALIZZAZIONE DEI RISCHI FAVORITA DAGLI LTRO



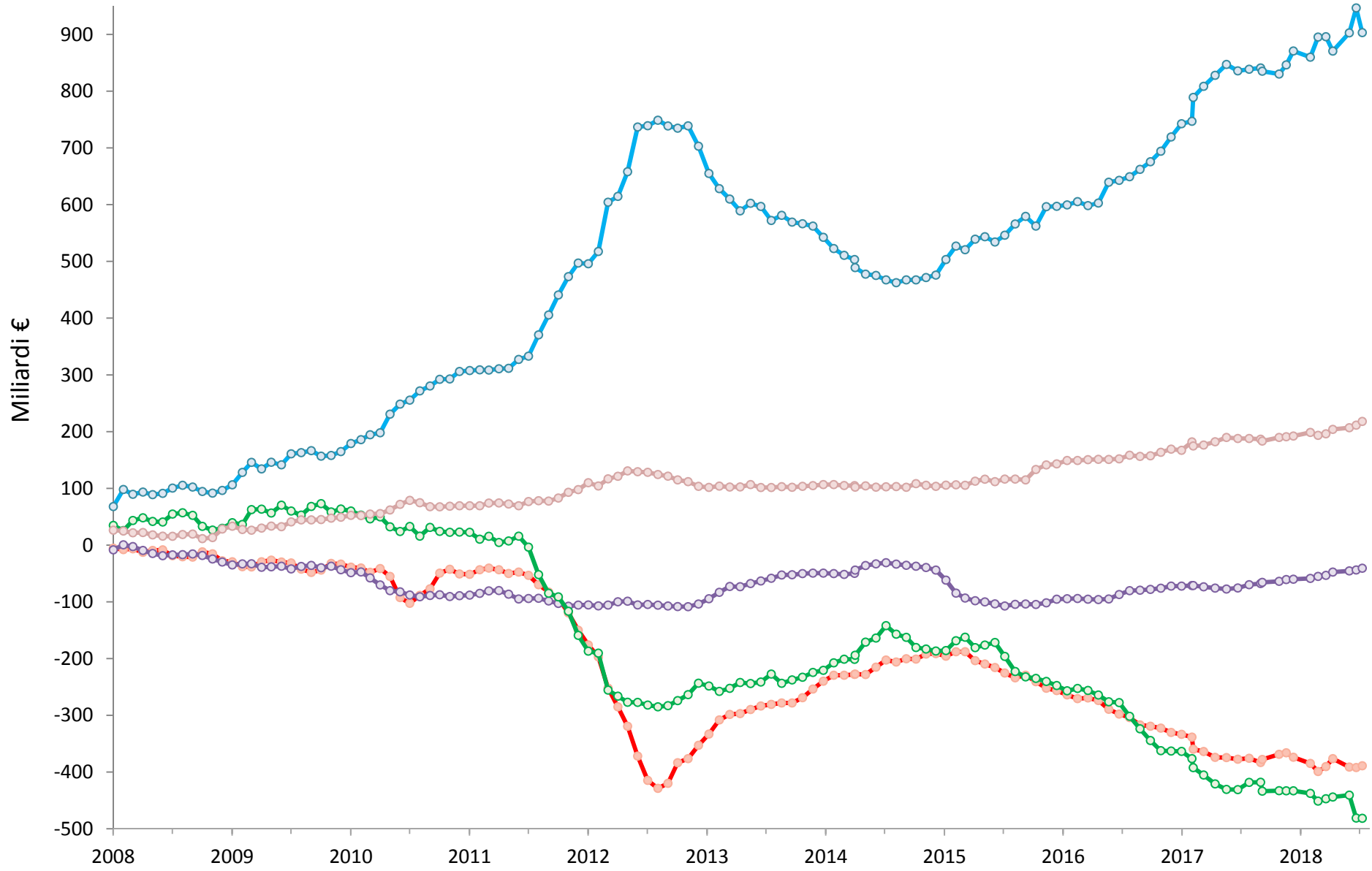
ITALIA – FUGA DI CAPITALI E NAZIONALIZZAZIONE DEI RISCHI FAVORITA DAL QE



SALDI NETTI TARGET2 PER ALCUNI PAESI DELL'EUROZONA



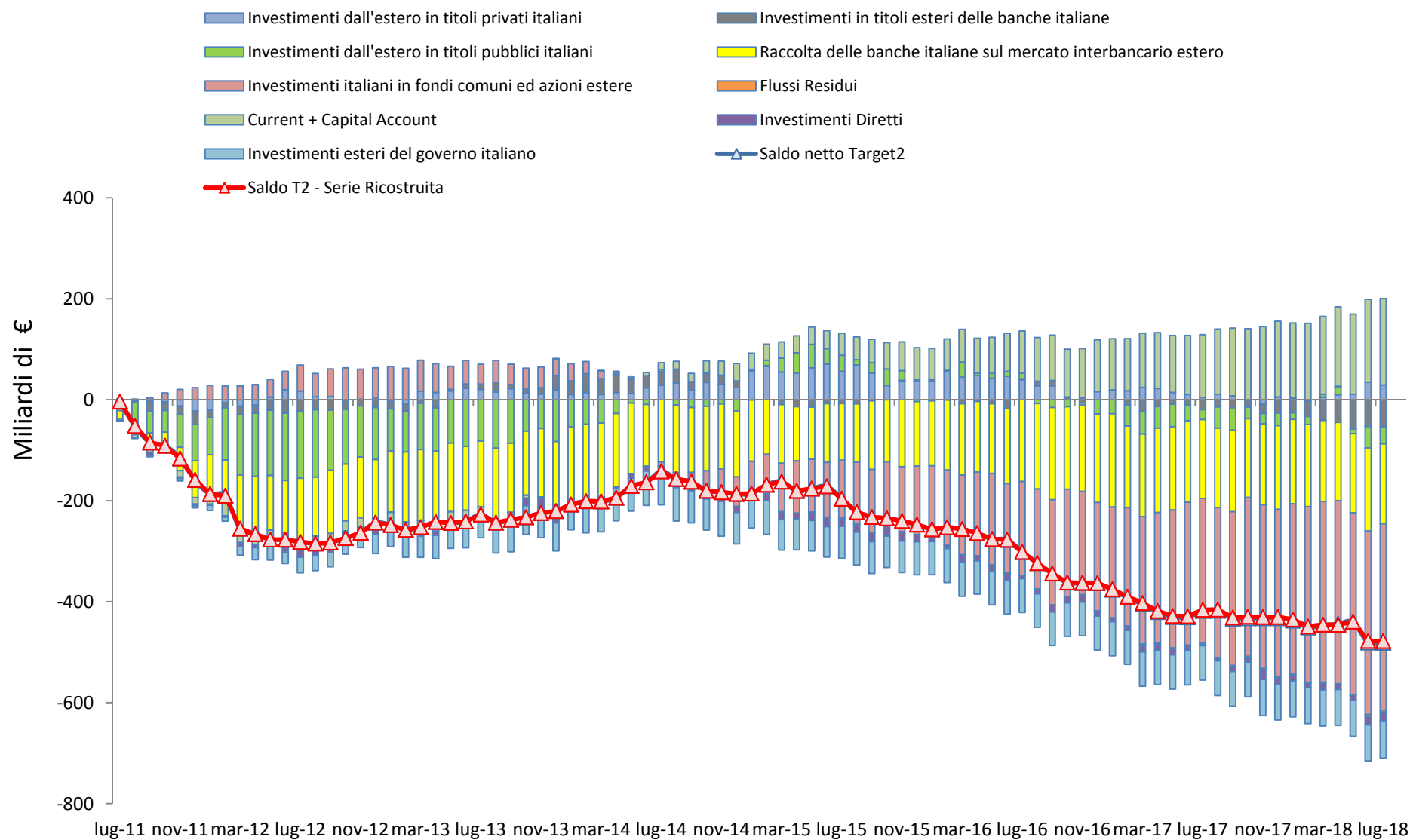
—○— Germania —○— Spagna —○— Grecia —○— Italia —○— Lussemburgo



Fonte: BCE

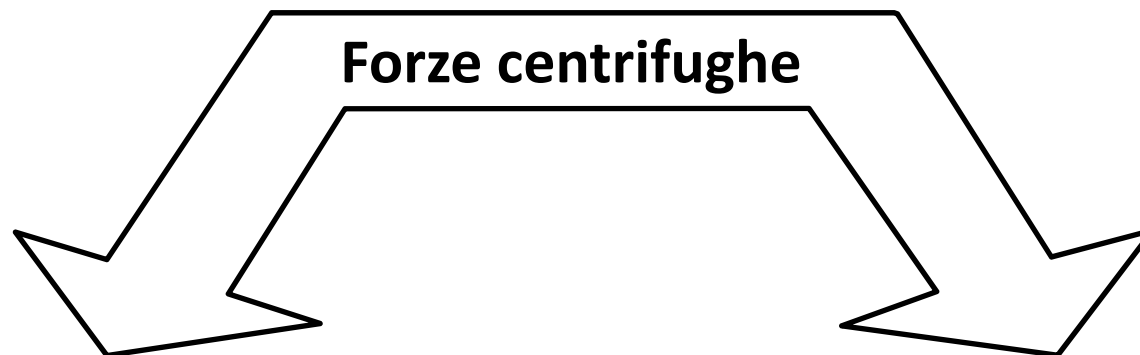


Italia - Decomposizione del saldo Target2



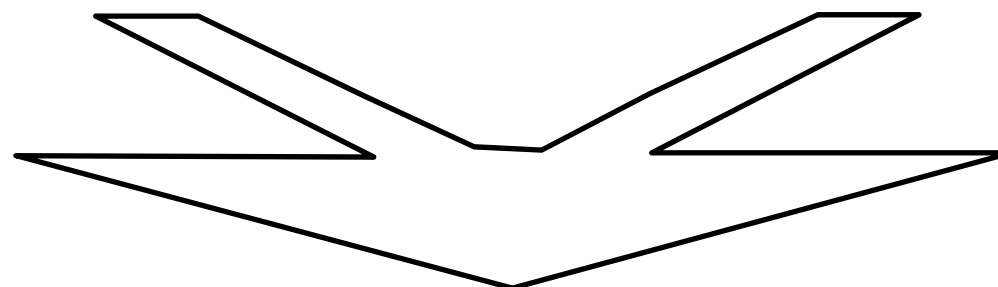


Tensioni crescenti



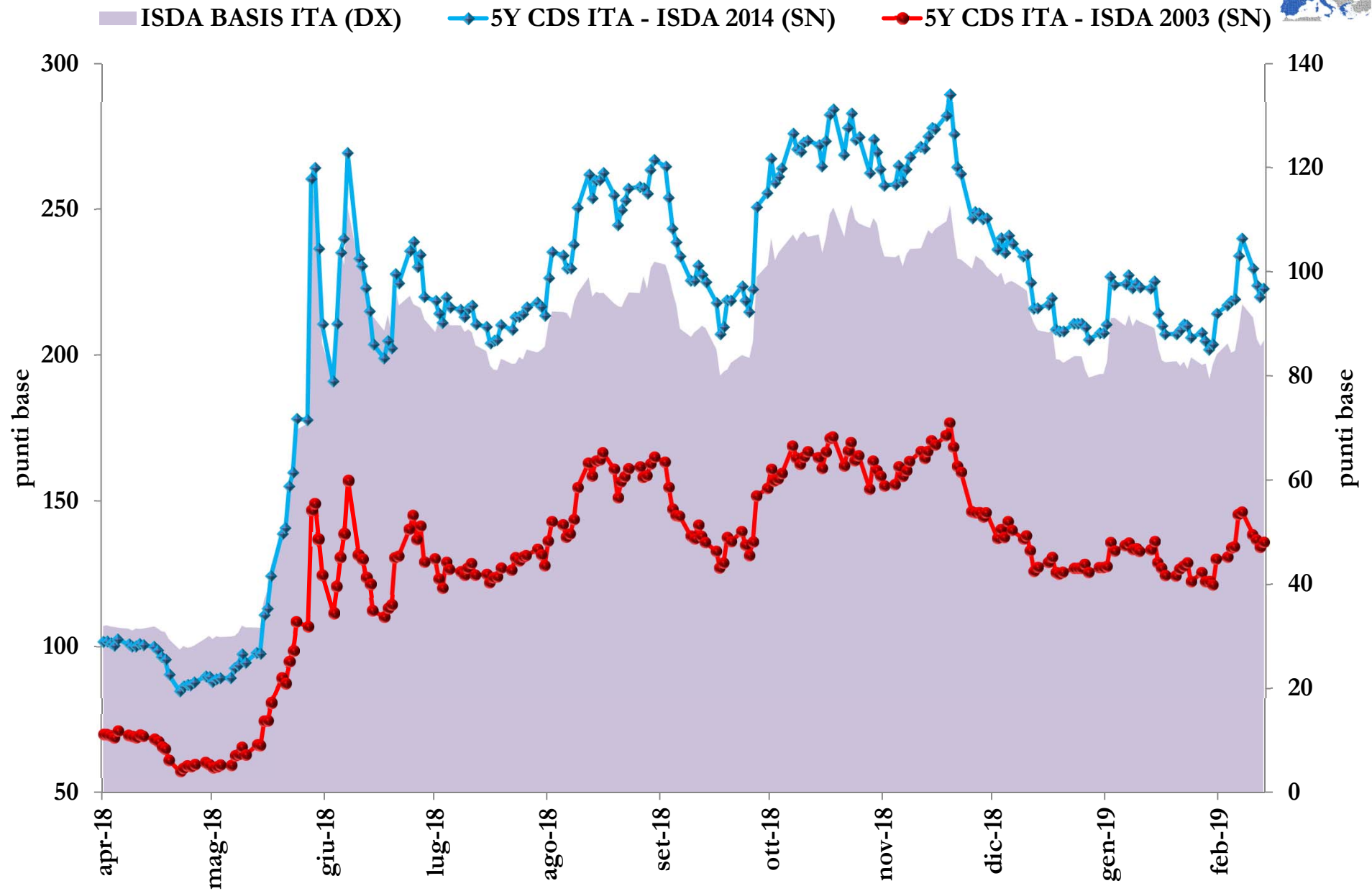
**Dibattito sulla questione
Target 2**

**Crescente Populismo e
Nazionalismo**

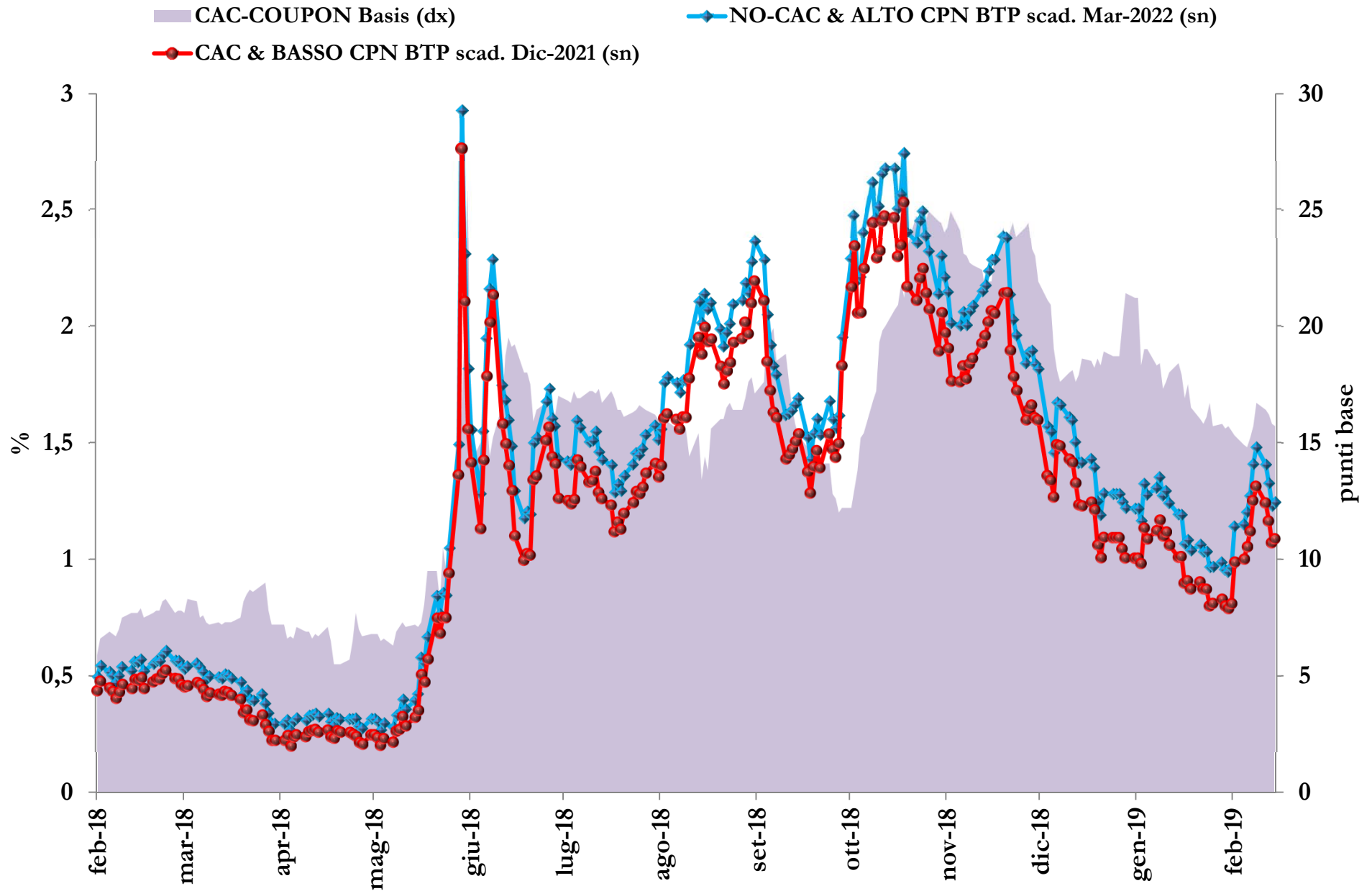


Rischio di Ridenominazione

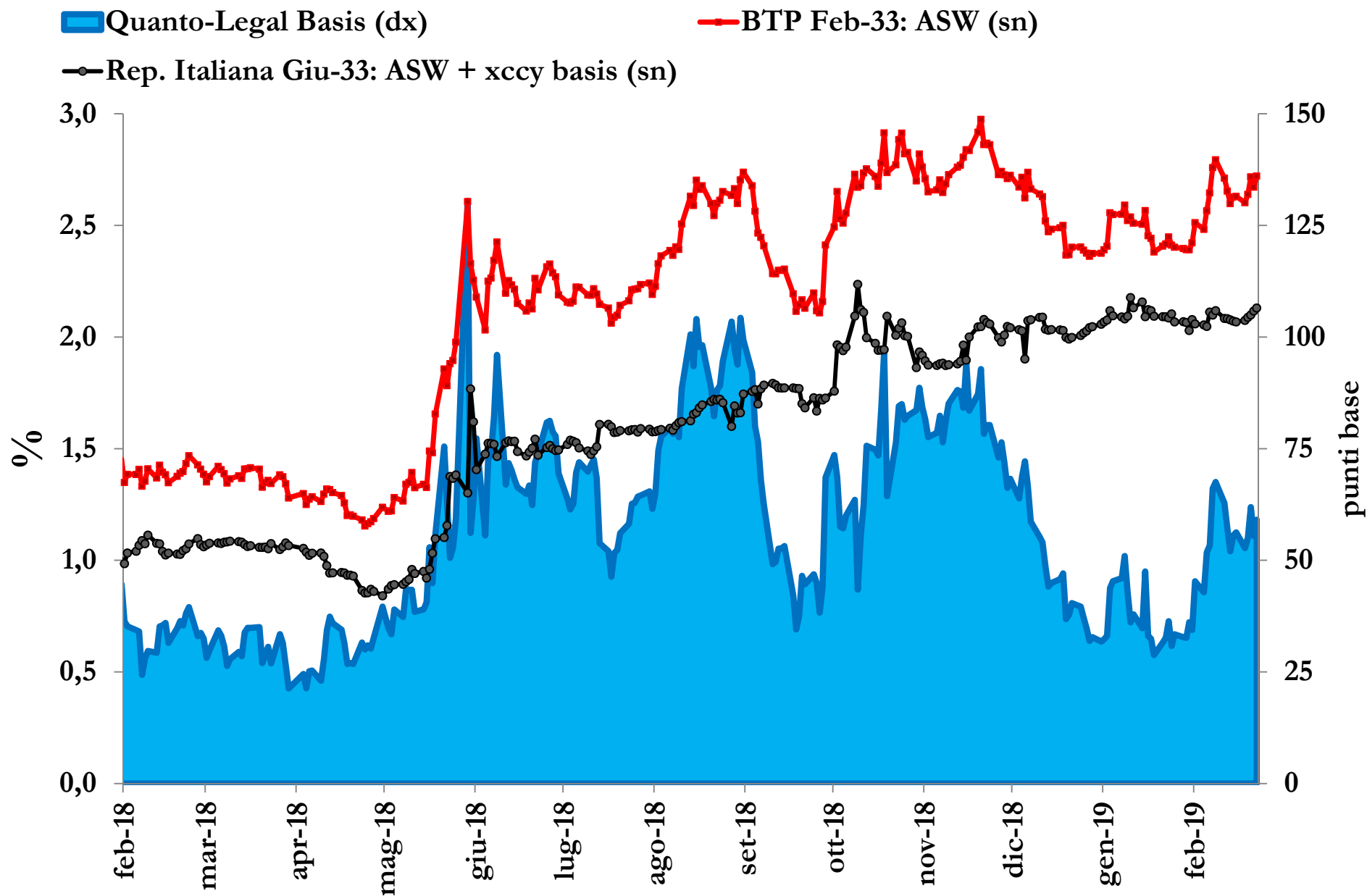
ITALIA: rischio di ridenominazione da ISDA BASIS



ITALIA: rischio di ridenominazione da CAC/Coupon BASIS



ITALIA: rischio di ridenominazione da Quanto/Legal BASIS





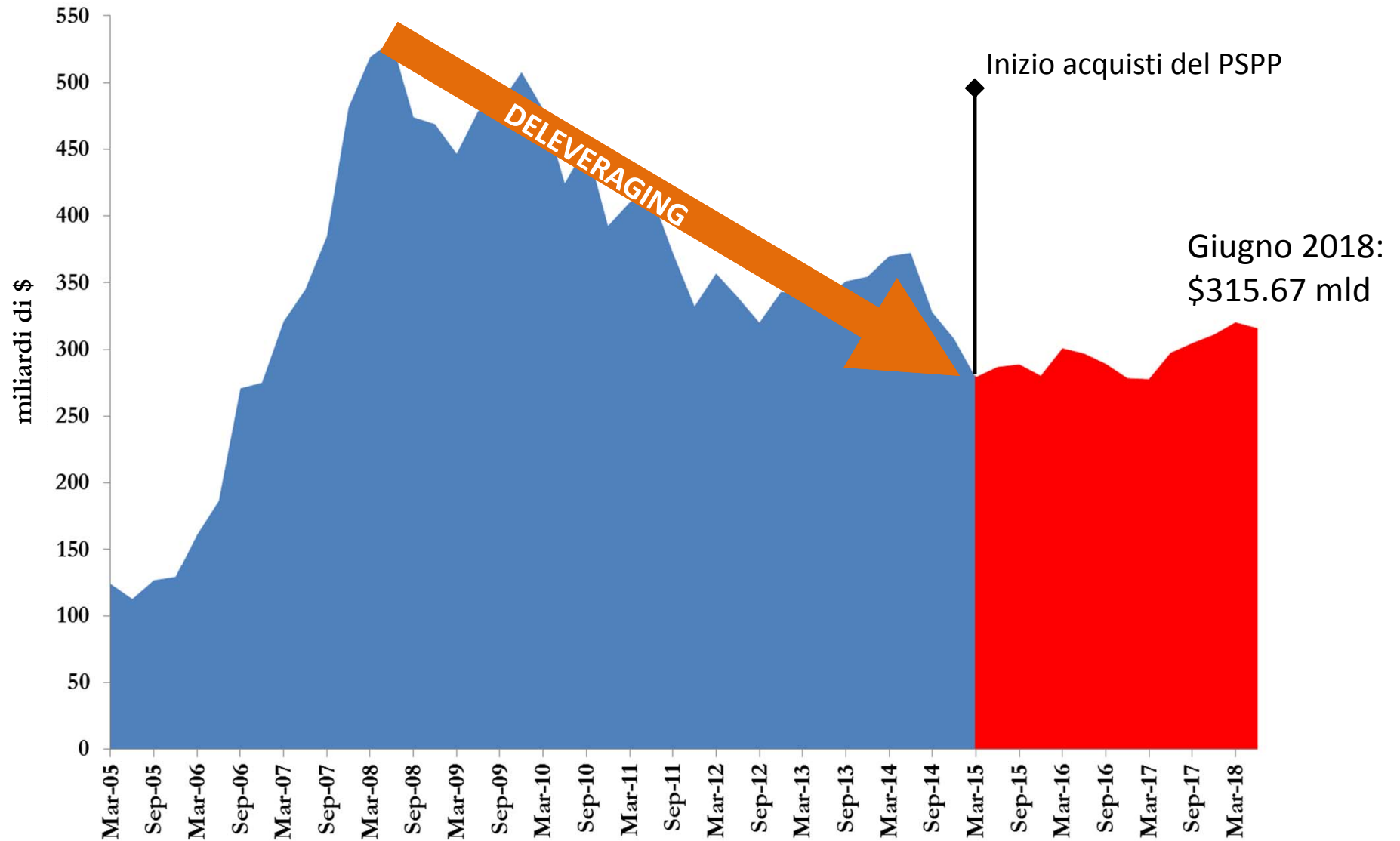
Ma l'Italia non è l'unica ad avere problemi ...

...pensiamo alla **FRANCIA**

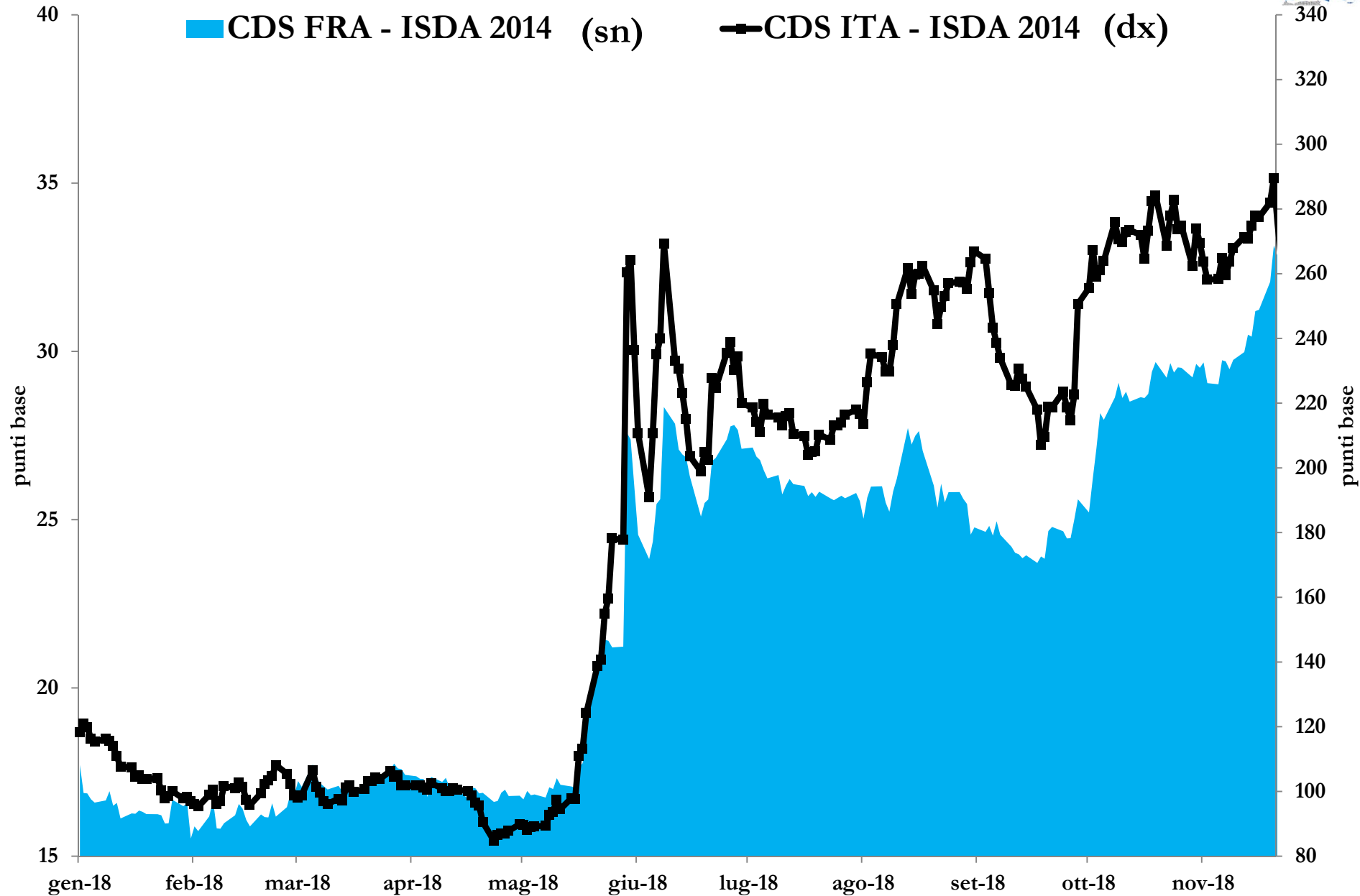
- Gli investitori francesi sono ancora molto esposti verso l'Italia**

- La Francia ha anche problemi idiosincratici**

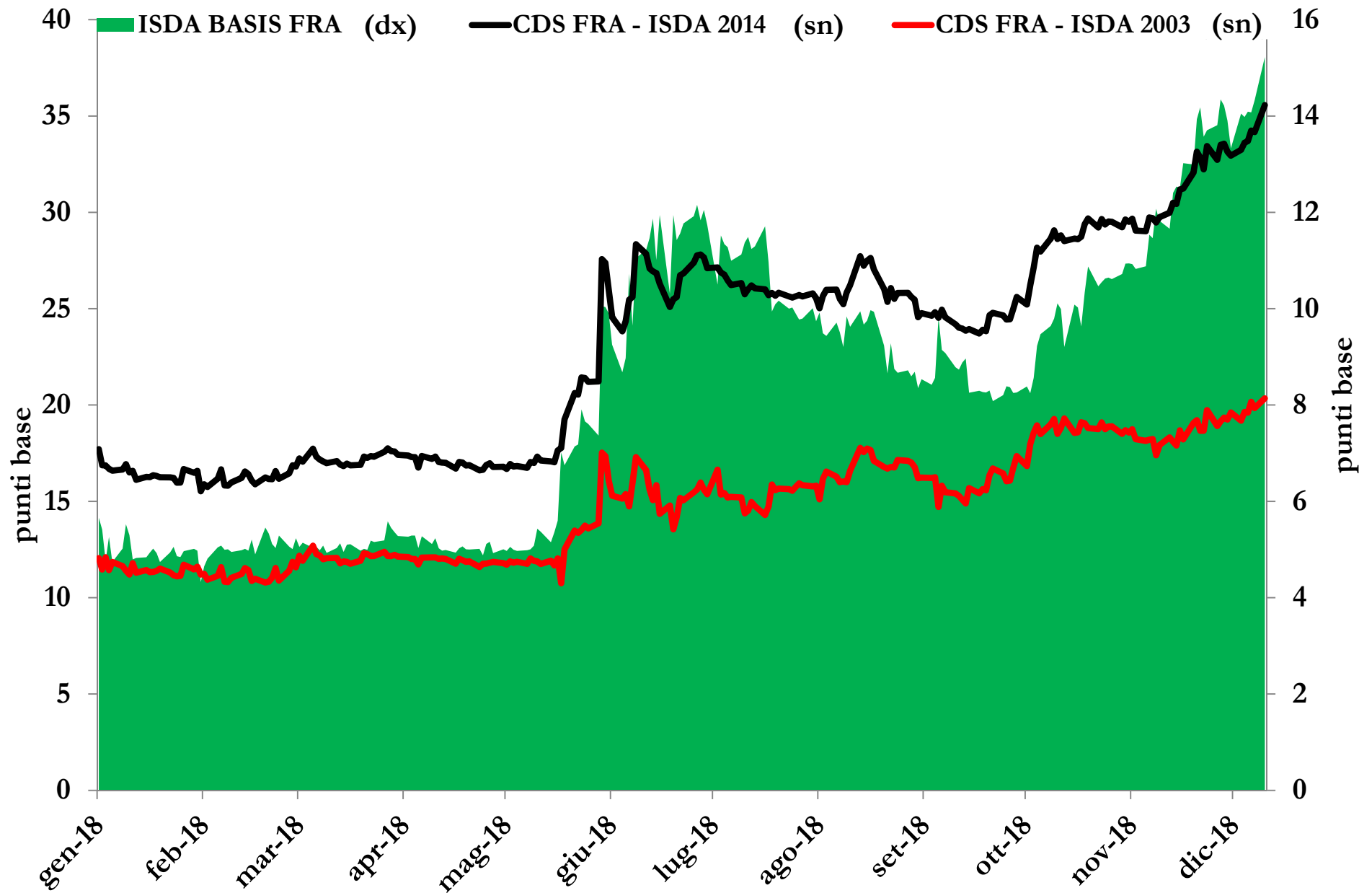
Esposizione delle banche francesi verso controparti residenti in Italia



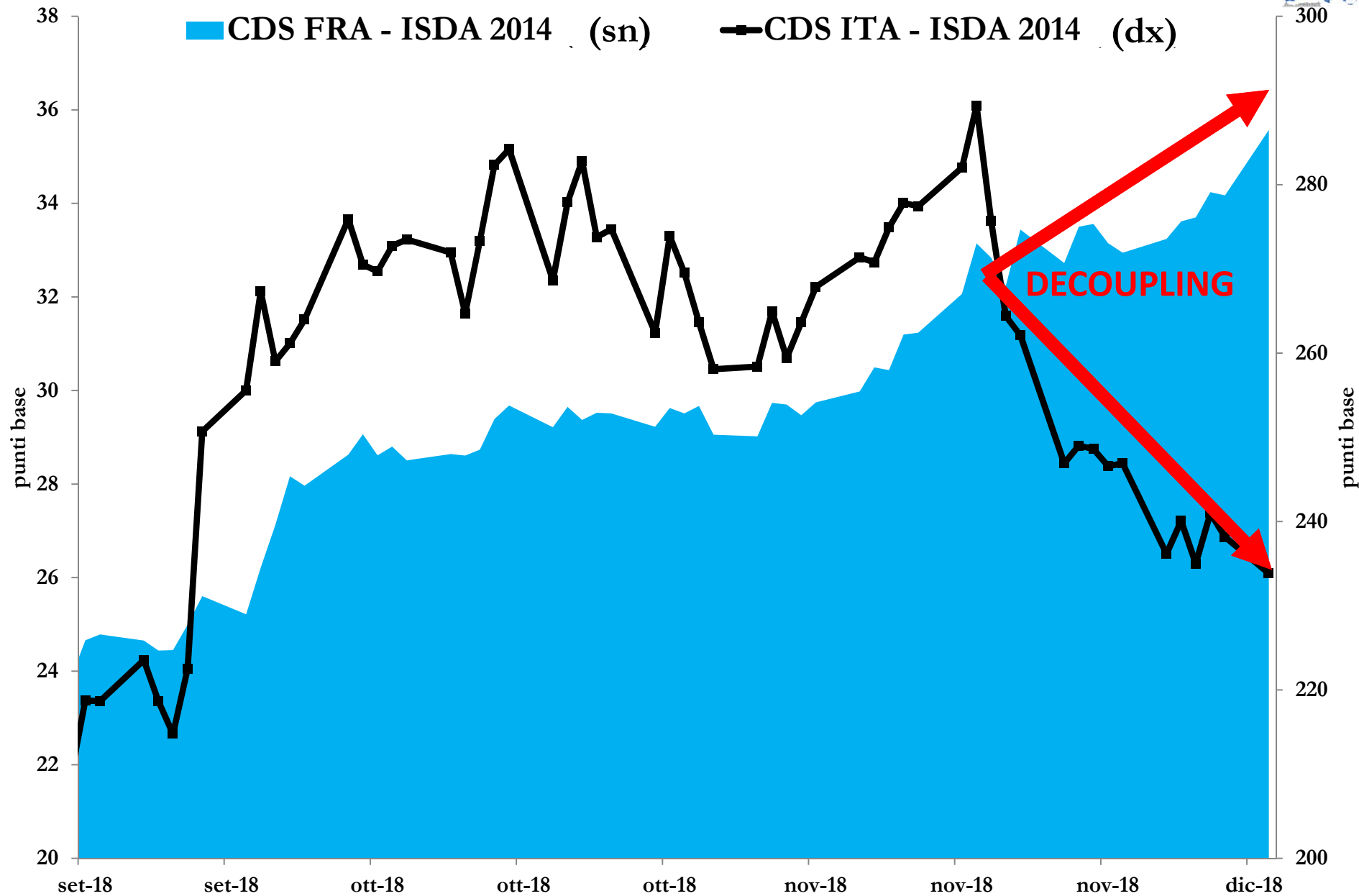
Andamento correlato dei CDS sovrani



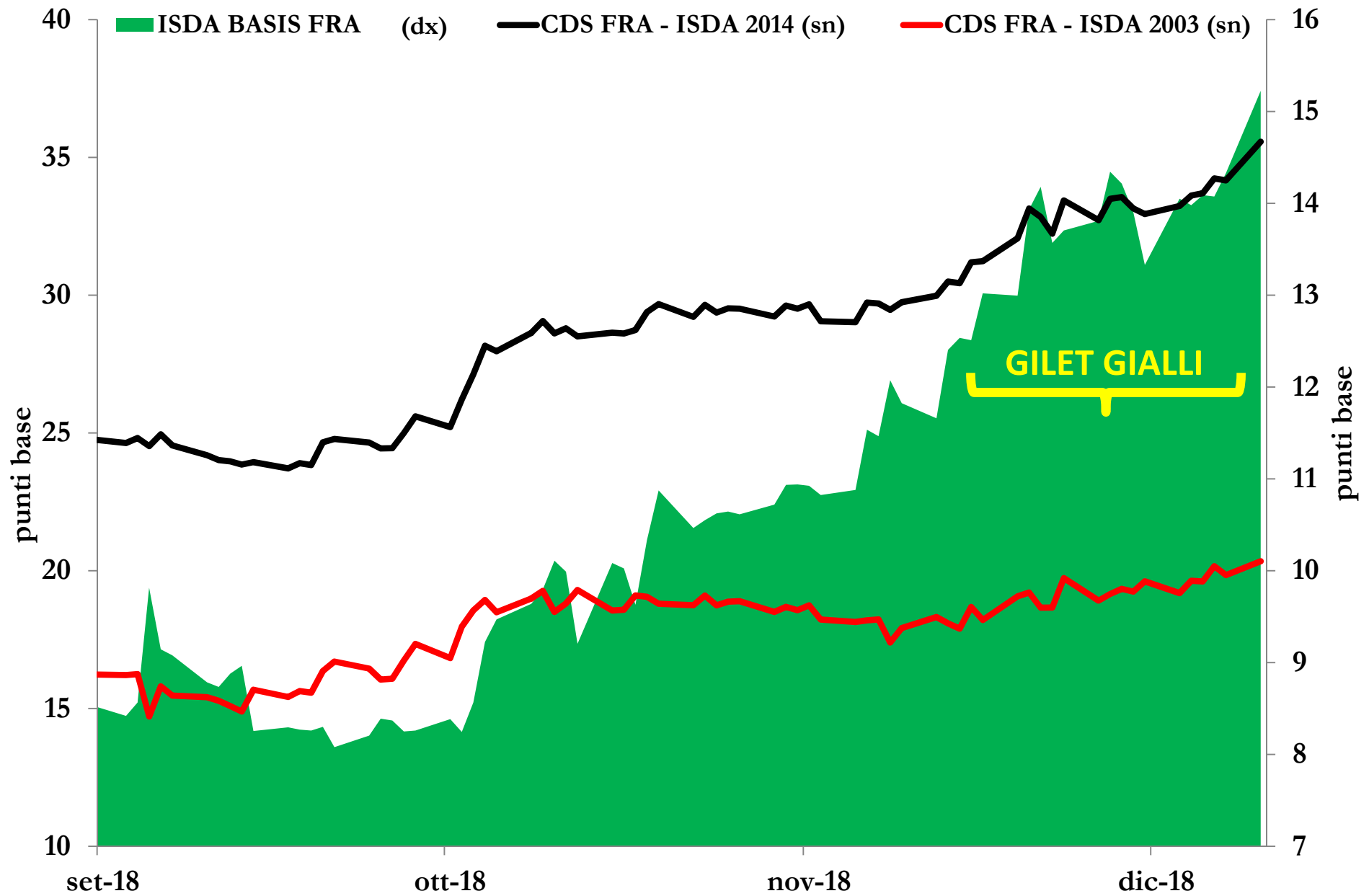
FRANCIA: rischio di ridenominazione da ISDA BASIS



FRANCIA: problemi idiosincratci



FRANCIA: rischio di ridenominazione da ISDA BASIS





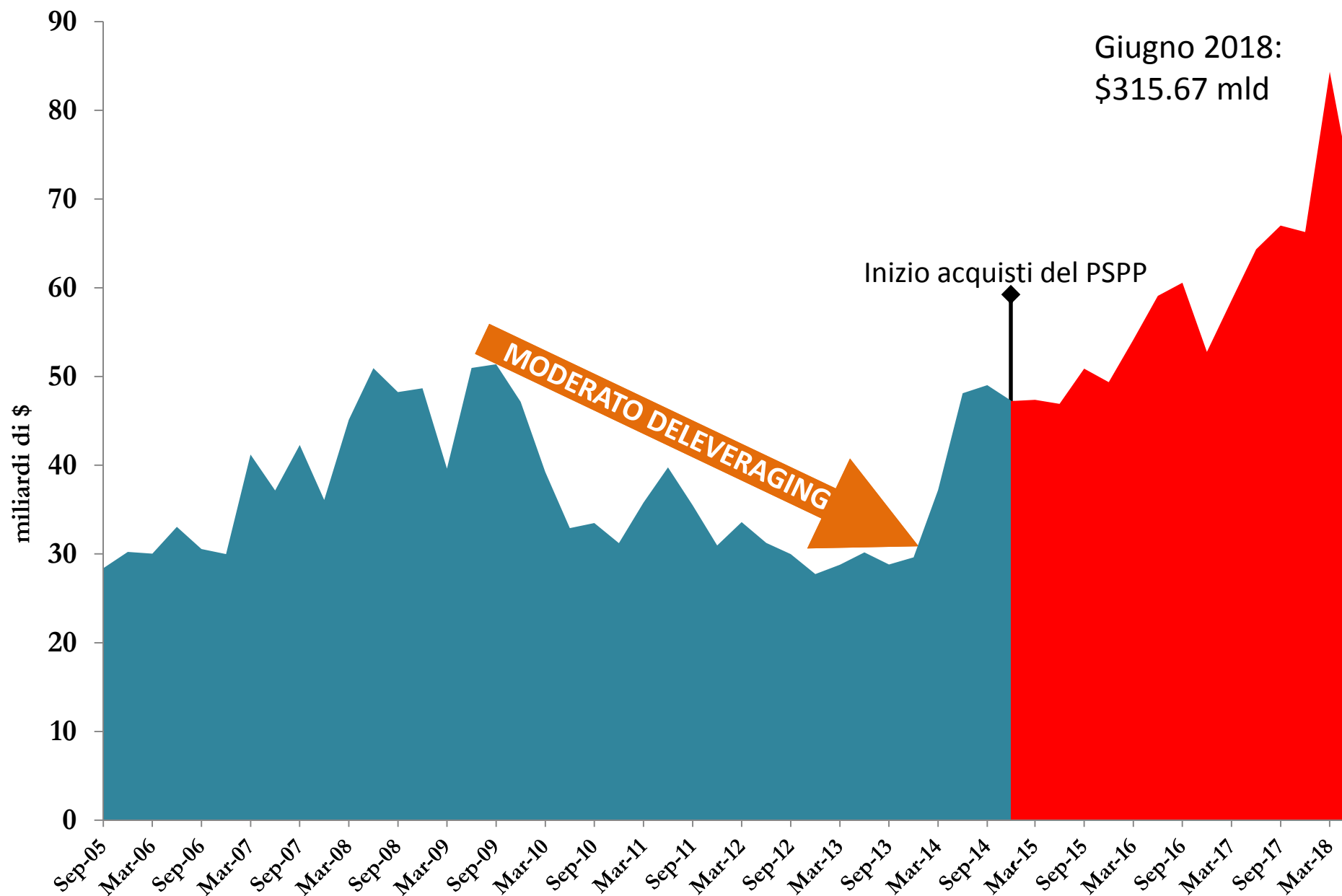
E pensiamo anche alla **SPAGNA**

- Gli investitori spagnoli sono ancora largamente esposti verso l'Italia**

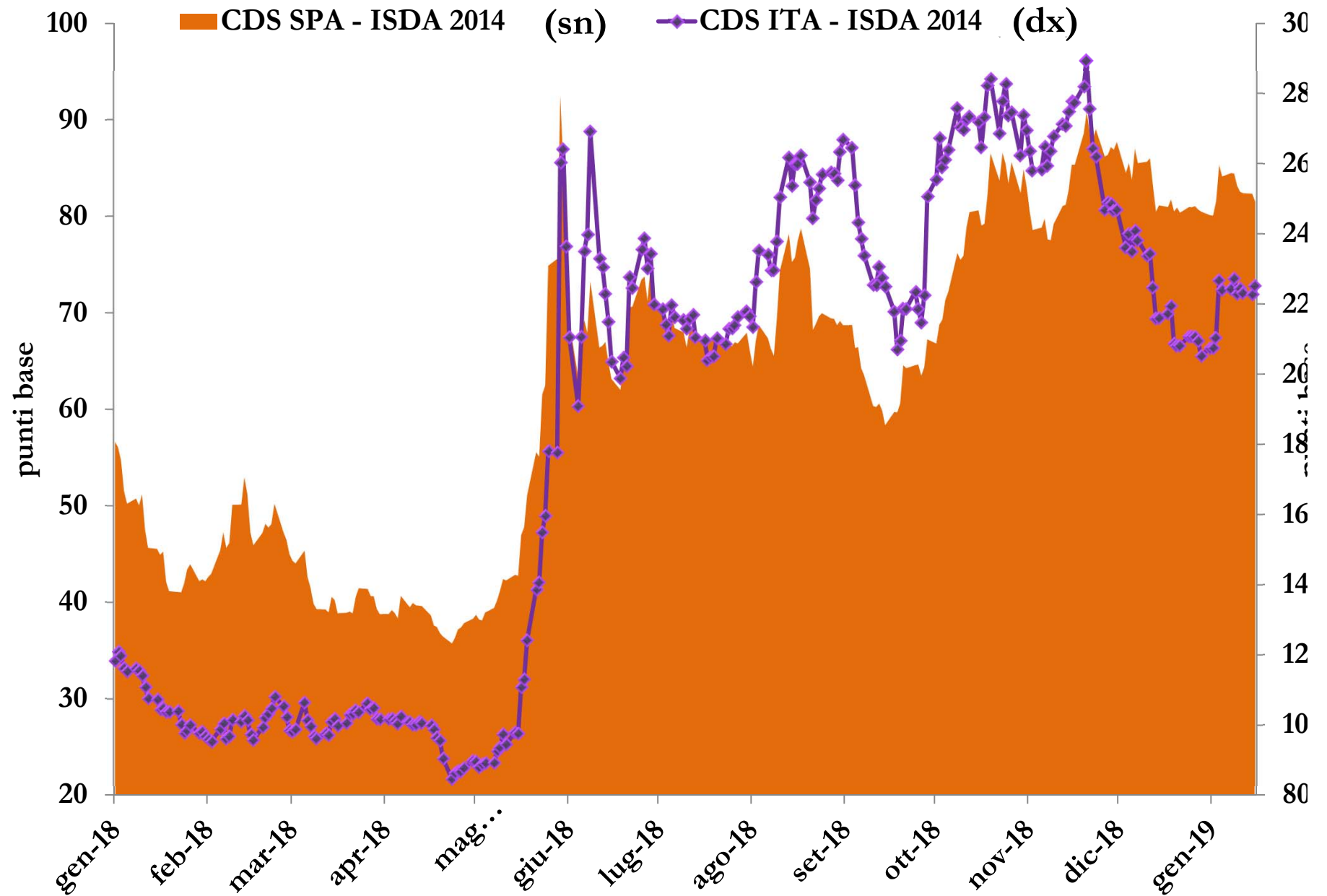
- La Spagna è il secondo maggiore «debitore Target2» dopo l'Italia**

- La Spagna ha anche problemi idiosincratici:
Catalogna, alto livello di debito esterno**

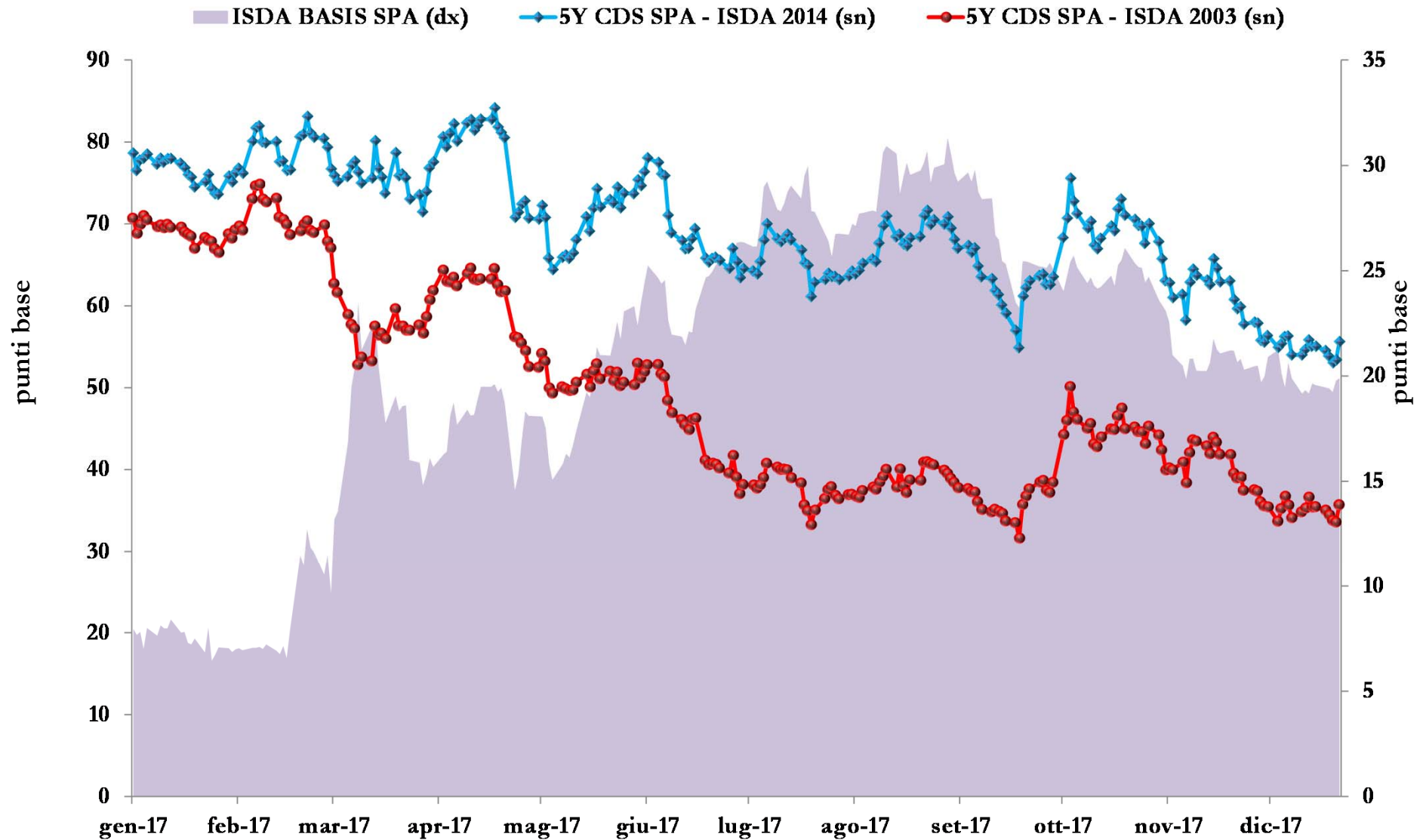
Esposizione delle banche spagnole verso controparti residenti in Italia



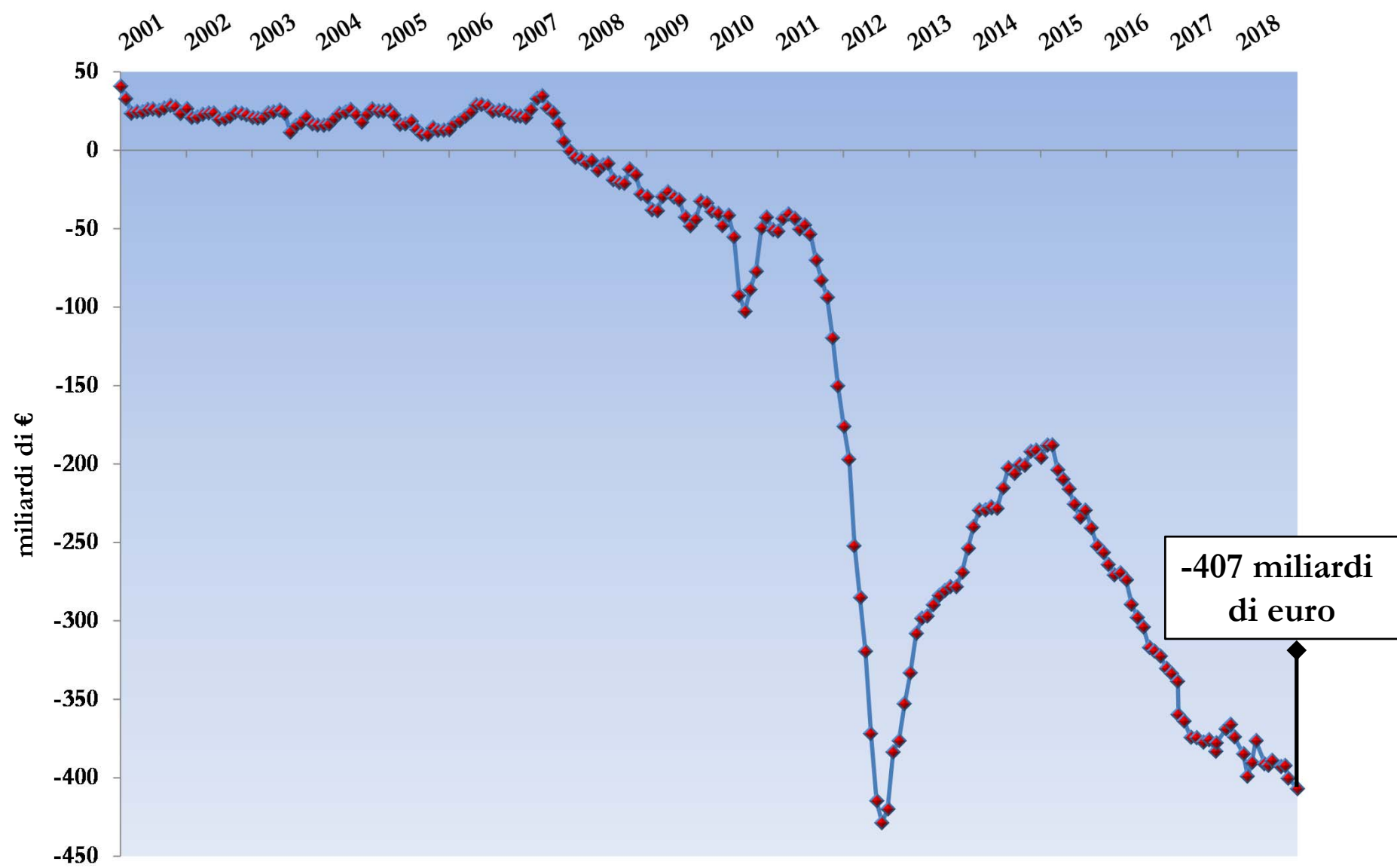
Andamento correlato dei CDS sovrani



SPAGNA: rischio di ridenominazione da ISDA BASIS

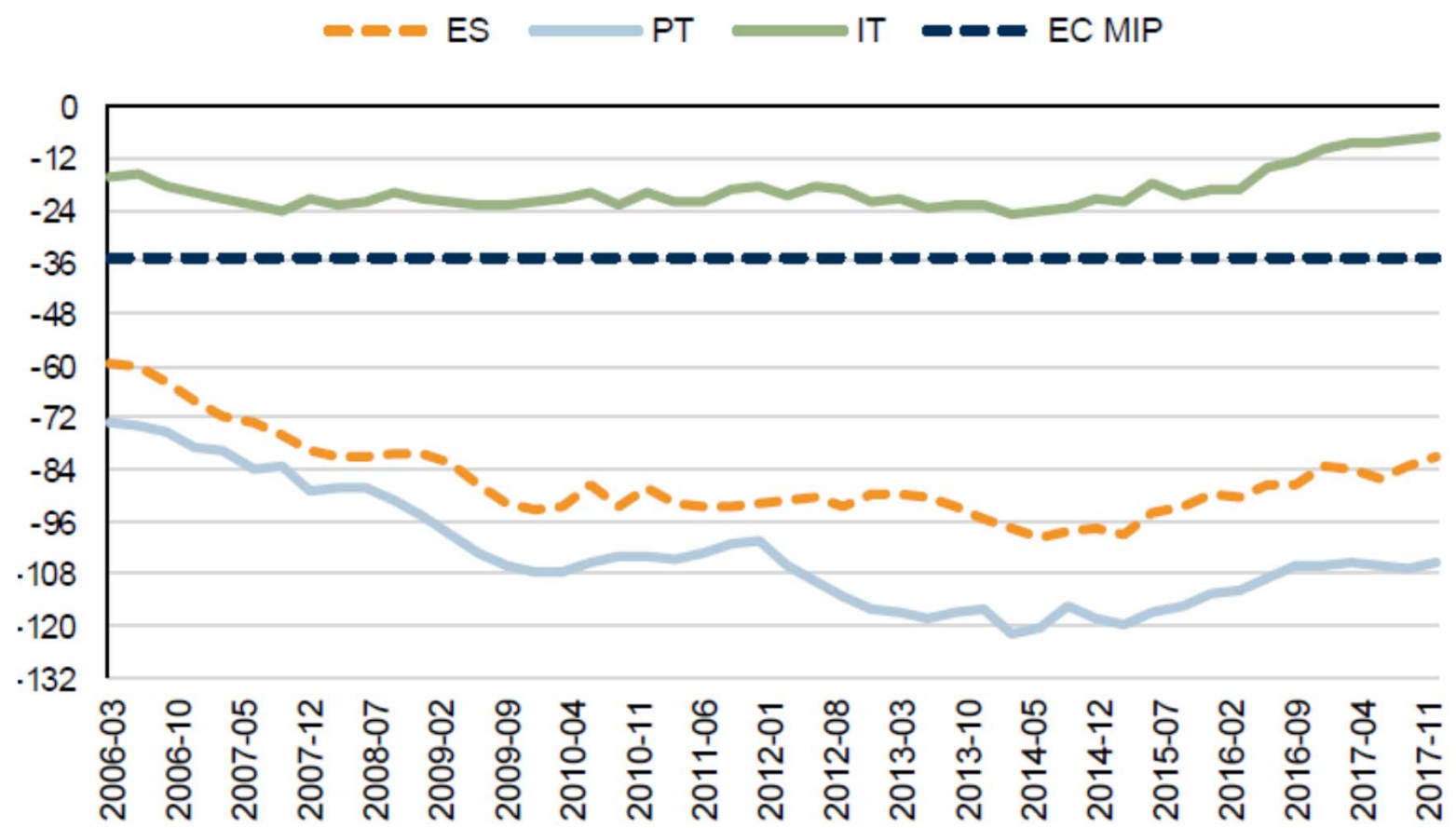


Banco de España: Target 2





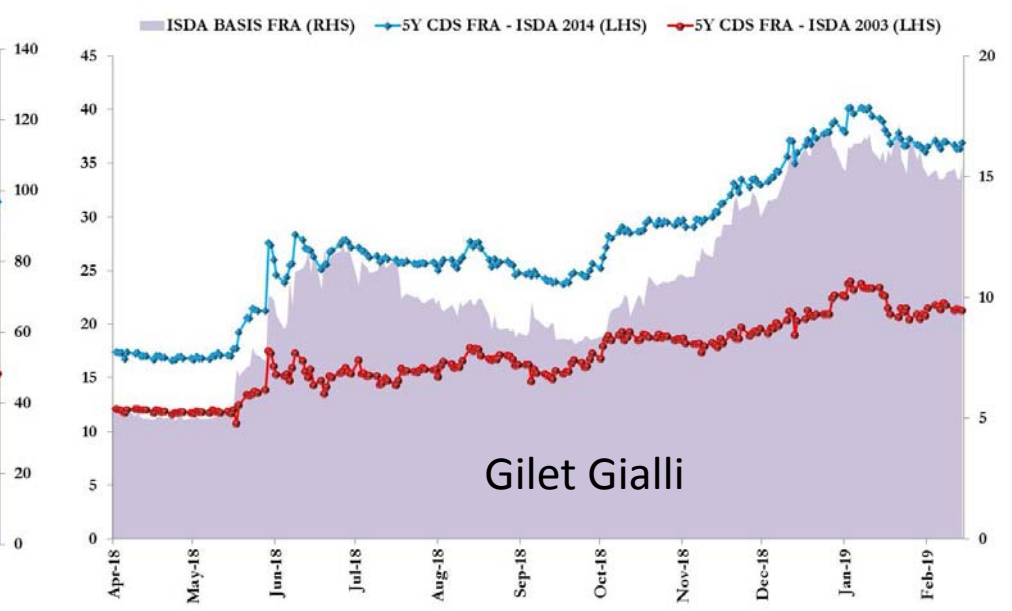
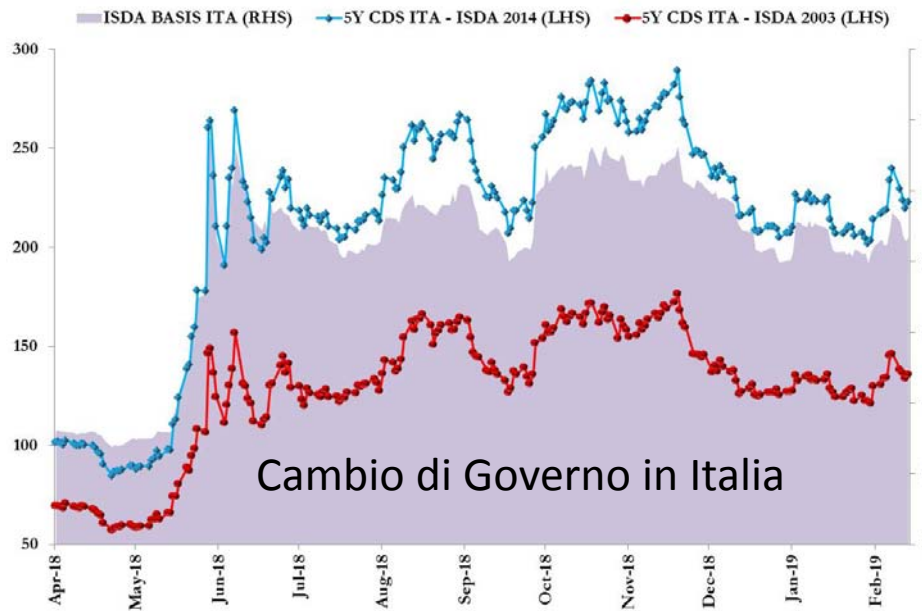
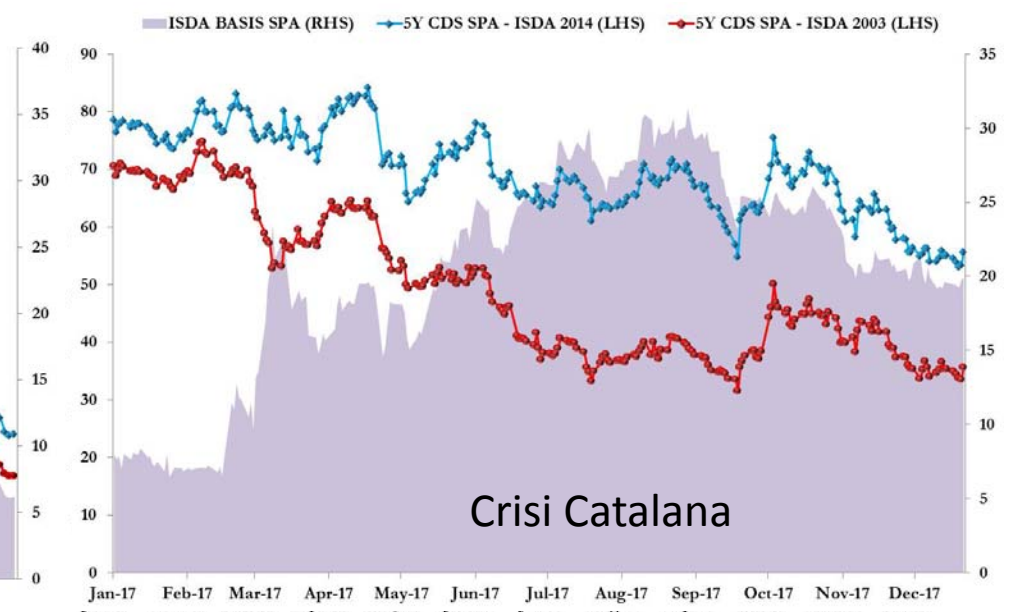
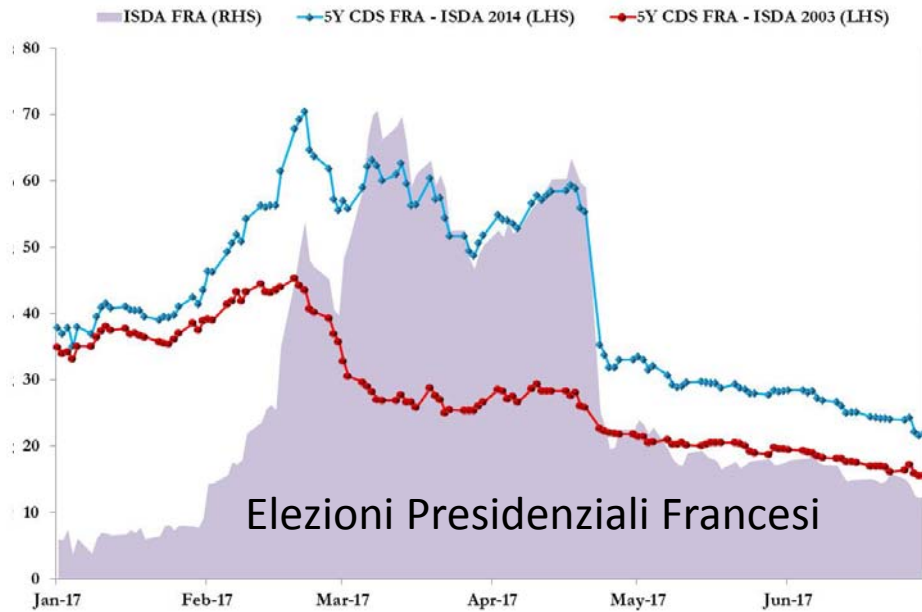
SPAGNA: Posizione netta degli investimenti internazionali, % del PIL



Fonte: Haver, Banche centrali nazionali, Eurostat, Scope Ratings

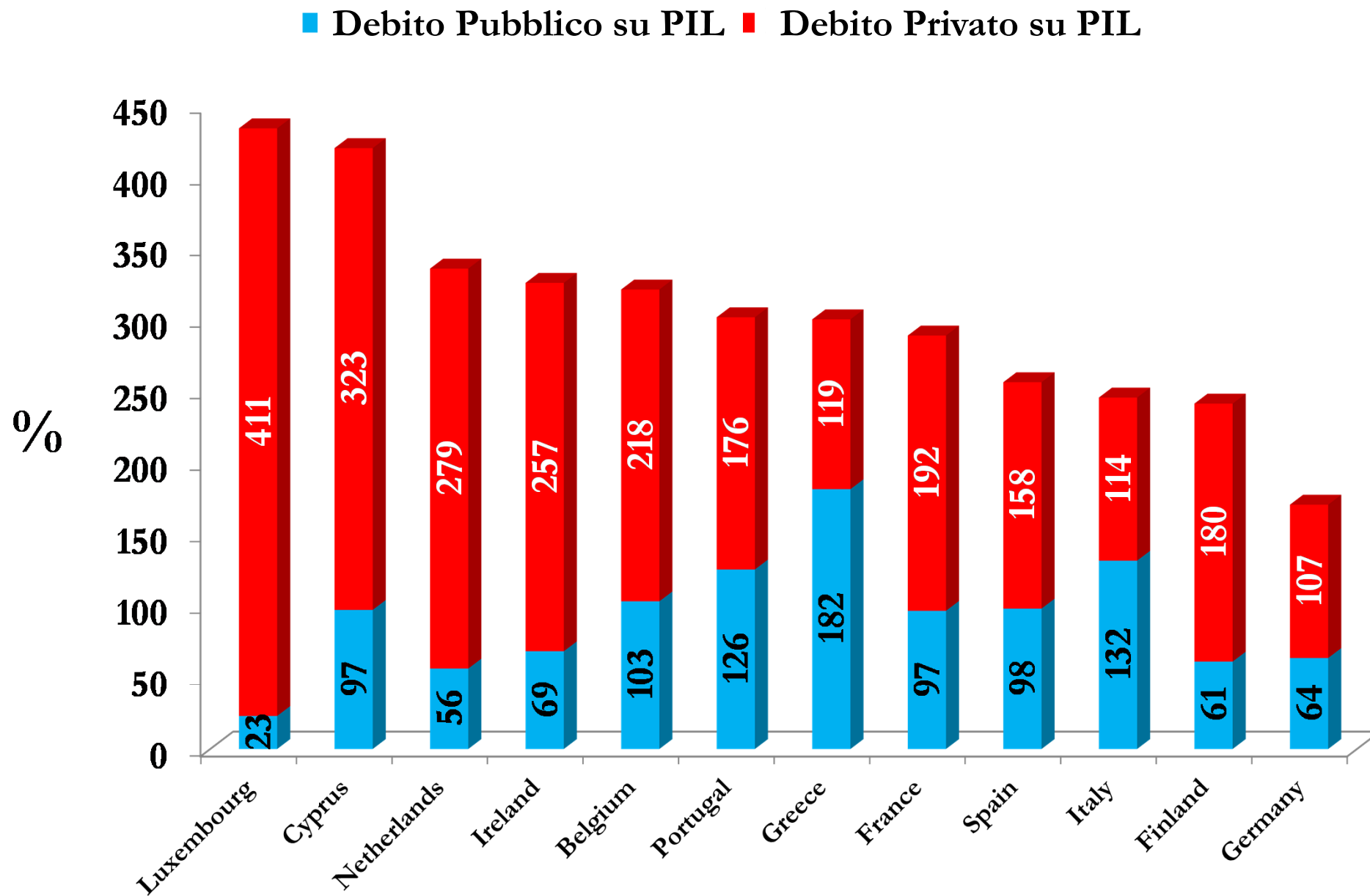
In sintesi:

il rischio di ridenominazione sale
quando un paese membro mostra
segnali di **insostenibilità** di
appartenenza all'EMU



Fonte: Bloomberg

Lussemburgo, Olanda, Spagna e Francia hanno un leverage totale più alto dell'Italia



Fonte: FMI

Come normalizzare la morfologia dei rischi dell' Eurozona?



- Rivedere lo spazio di manovra della BCE per ridurre i divari di inflazione e azzerare i differenziali di rendimento
- Via libera all'assicurazione Europea sui depositi (EDIS)
- Graduale transizione verso gli Eurobond con soluzioni di mercato e dispositivi anti-moral hazard

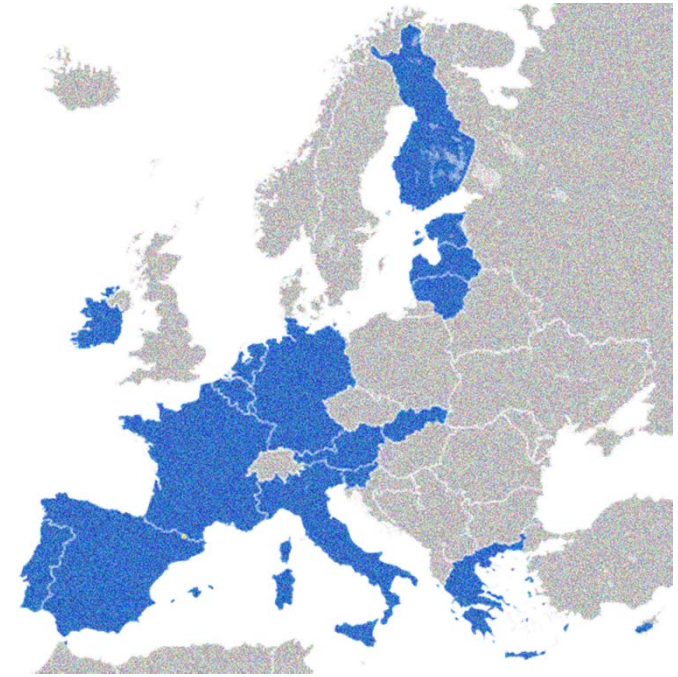
(v. Minenna, Dosi, Roventini, Violi, 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3208267)



In altre parole

Bisogna eliminare i divari tra paesi membri e ciò può avvenire solo **azzerando gli spread** che caratterizzano la nuova morfologia dei rischi dell'Eurozona

(v. Minenna 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3341540)



La nuova morfologia dei rischi dell'Eurozona

Marcello Minenna

5 Marzo 2019