



**Università degli Studi di Genova**

Scuola di Scienze Sociali

Dipartimento di Economia

Corso di Laurea Magistrale in  
Economia Europea, Territoriale e Transfrontaliera

*Tesi di Laurea*

**Le crisi del debito pubblico**

*Relatore*

**Prof.ssa Serena Scotto**

*Candidato*

**Davide Benza**

Anno Accademico 2012/2013



## INDICE:



### **Le crisi del debito pubblico**

#### **Introduzione, 7**

### **CAPITOLO PRIMO**

#### **Il debito pubblico italiano**

- 1.1) La composizione e la formazione del debito pubblico italiano, 11*
- 1.2) Elementi chiave per la sostenibilità del debito: un breve sguardo anche all'estero (il particolare caso del Giappone, confrontato con l'Italia), 38*
- 1.3) Uno sguardo alle banche italiane, 44*
- 1.4) Il credit crunch, 51*
- 1.5) Il recentissimo caso della MPS: brevi cenni, 54*

## CAPITOLO SECONDO

### L'integrazione europea

- 2.1) *Unione monetaria senza unione politica?*, 59
- 2.2) *Fattori di disturbo di origine federale*, 62
- 2.3) *Fattori di disturbo di origine nazionale*, 63
- 2.4) *Vincoli economici*, 63
- 2.5) *Incertezze riguardo all'unione politica*, 63
- 2.6) *La teoria delle aree monetarie ottimali*, 65
- 2.7) *Ipotesi di uscita dall'Area monetaria europea: le posizioni euro-scettiche*, 68

## CAPITOLO TERZO

### La crisi del debito dell'Euro-zona

- 3.1) *Introduzione*, 81
- 3.2) *Il fallimento delle recenti spiegazioni economiche*, 89
- 3.3) *Breve analisi dei dati*, 92
- 3.4) *Rendimento dei buoni e credit default swap*, 92
- 3.5) *Il rischio aggregato*, 92

- 3.6) *Il rischio country-specific: rischi di default e deficit degli Stati, 94*
- 3.7) *I rating degli Stati, 95*
- 3.8) *Enfatizzazione del rischio di contagio per colpa delle società di rating, 96*
- 3.9) *Rischi connessi alla liquidità e al debito pubblico, 107*
- 3.10) *Il rischio di contagio, 110*
- 3.11) *Analisi del livello degli spread, 111*
- 3.12) *Effetto “spillover” da Grecia, Irlanda, Portogallo considerati insieme, 112*
- 3.13) *Fattore di rischio internazionali e fattori di rischio “country specific”, 114*
- 3.14) *Effetti del rischio di contagio, 114*
- 3.15) *Il rischio di default e di uscita dall’Unione: la crisi della Grecia, 117*
- 3.16) *La recente crisi di Cipro, 124*
- 3.17) *Considerazioni sulla crisi di Cipro, 139*
- 3.18) *Il rapporto tra sistema bancario e PIL, 148*
- 3.19) *La Slovenia sarà la prossima Cipro?, 160*

## CAPITOLO QUARTO

Convergenza reale, flussi di capitale e competitività  
nell'Europa Centro-Orientale

- 4.1) *Introduzione, 172*
- 4.2) *L'introduzione dei mercati di capitali nel modello  
Balassa-Samuelson, 174*
- 4.3) *Le basi del modello Balassa-Samuelson, 174*
- 4.4) *I mercati dei capitali e il nuovo percorso di  
equilibrio, 177*
- 4.5) *Variazioni nella competitività internazionale e  
fluttuazioni cicliche dovute ai flussi di capitale, 180*
- 4.6) *Variazioni nella competitività internazionale, 181*
- 4.7) *Fluttuazioni cicliche nella competitività, 182*
- 4.8) *Analisi empiriche, 186*
- 4.9) *Dati e struttura di analisi, 186*
- 4.10) *I risultati delle stime, 188*
- 4.11) *Conclusioni in merito all'effetto Balassa-Samuelson, 190*

## **CAPITOLO QUINTO**

Uno sguardo oltre Oceano: gli Stati Uniti d’America

5.1) *Problemi anche per gli Stati Uniti d’America, 192*

5.2) *Conseguenze del declassamento USA, 193*

5.3) *Similitudini tra Europa e USA, 195*

5.4) *Ultimi aggiornamenti sugli USA e sulla Cina, 203*

**Conclusione, 219**

*Bibliografia, 221*

*Altre fonti, 227*

*Sitografia, 229*

*Ringraziamenti, 233*

## INTRODUZIONE

Il presente elaborato ha lo scopo di analizzare un problema, quello del debito pubblico, che è di grandissima attualità.

Il titolo “*Le crisi del debito pubblico*”, infatti, non è scelto a caso: si sarebbe potuto anche scrivere “*la crisi*”, ma in questo modo si pone l’accento proprio sul fatto che l’indebitamento sia un problema che affligge non solo l’Italia e la Grecia, bensì che si tratti di un fenomeno che ha ormai raggiunto una diffusione di livello globale. Nel tempo, quasi tutti i Paesi hanno fatto ricorso all’indebitamento per finanziare la spesa pubblica, con governi schierati indistintamente a livello politico sia a destra sia a sinistra.

Nel **primo capitolo**, vedremo innanzitutto come è nato il nostro debito e quali livelli ha raggiunto. Grazie ad un rapido confronto tra il debito giapponese e quello italiano, scopriremo quali sono (o sarebbero) le determinanti per poterlo sostenere. Infine, non mancherà un breve cenno sulla solidità delle banche del nostro Paese.

Un fattore interessante che contraddistingue l’elaborato è che ha registrato il suo *incipit* anni orsono (2008): poiché chi scrive è uno studente lavoratore, la stesura ha richiesto molto tempo. Questo, sebbene possa avere i suoi difetti intrinseci e palesi, ha permesso di seguire l’evoluzione degli eventi con maggior continuità, evitando così una visione statica nel tempo. A mano a mano che i fatti di attualità economica si susseguivano, si presentava l’occasione di apportare nuovi aggiornamenti, motivo per il quale si possono trovare anche taluni inserti quali il recentissimo caso della Banca MPS.

Vedremo altresì le ancor più recenti vicende di Cipro, della Slovenia e della Cina, sino al *tapering* annunciato a Giugno 2013 dal presidente della FED (Ben Bernanke), oltre a molte altre interessanti notizie di attualità ripotate nei successivi paragrafi, tratti da riviste (The Economist, per esempio), quotidiani (ad esempio, “Il Sole 24 Ore”) e da siti Internet (per esempio: [www.istat.it](http://www.istat.it)).



Nel prosieguo dal primo al **secondo capitolo**, si allarga la visione dei fatti economici dall'Italia all'Europa, esponendo ragionevoli dubbi sulla tenuta di medio-lungo periodo dell'Unione Economica e Monetaria. A tal scopo, viene analizzato il ruolo degli shock asimmetrici ai fini della sostenibilità di una Unione Monetaria e vengono affrontati alcuni importanti temi relativi all'Unione Politica, che in Europa è forse ancora in corso di una vera e propria realizzazione.

In questo senso, sono risultati molto utili sia la teoria delle Aree Ottimali, sia le recenti opinioni di economisti illustri, uno tra tutti, il più volte citato in questo testo, P.R. Krugman, premio Nobel per l'economia. Da un lato abbiamo le teorie economiche e le “voci istituzionali” (Merkel, Napolitano, Draghi, etc.), che propendono verso un'Europa sempre più integrata ed unita, non solo a livello monetario ma anche e soprattutto a livello politico; dall'altro lato (dove si schierano talvolta anche Krugman insieme ad altri Nobel quali Sen e Spiglitz) non mancano le critiche, certamente dovute del tutto o in parte al periodo di crisi economica che stiamo vivendo, che parrebbero (anche se non sempre) delineare posizioni diametralmente opposte. Anche sulle recenti politiche di austerità non mancheranno considerazioni e critiche. Resta, come è facile intuire (e come forse è anche “giusto” che sia), il dubbio su chi possa aver ragione.

Successivamente, nel **terzo capitolo**, l'orizzonte rimane focalizzato sul quadro europeo, ma vengono introdotti ulteriori elementi di riflessione; in particolar modo, un termine chiave costituirà il “*live motive*” di tutto il terzo capitolo, cioè “il rischio”: rischio aggregato, rischio *country-specific*, rischio di contagio (e suoi effetti), rischi connessi alla liquidità, rischi di default, enfaticizzazione dei rischi per colpa delle società di rating, fattori di rischio internazionali, rischi connessi all'uscita dall'Unione, quindi in generale, tutti i rischi connessi, appunto, al debito pubblico. Vedremo anche per quali motivi è bene evitare un contagio proveniente dalla Grecia e, più in generale, dai Paesi a rischio di default.

Per quanto non fosse stata originariamente prevista tra gli argomenti di questa tesi, alla crisi di Cipro è stato dedicato ampio spazio, molto più di quello riservato alla Grecia stessa; questo perché, mentre la crisi greca parrebbe ormai abbastanza “assimilata” dalla letteratura economica, quella della piccola isola, verificatasi in tempi recentissimi, presenta alcuni elementi peculiari di novità, quali un rapporto tra settore bancario e PIL molto alto: una caratteristica tipica di molti Paesi *offshore*. Il capitolo si conclude con due importanti domande: la Slovenia sarà la prossima Cipro? È davvero conveniente, per i Paesi piccoli e periferici, entrare nell’Unione Monetaria?

Non esistendo ancora, al momento della redazione di questo elaborato, una vera e propria letteratura scientifica ufficiale, le fonti per la trattazione dell’argomento sono stati i giornali quotidiani, articoli e inserzioni su siti Internet, le pubblicazioni di molti opinionisti e delle istituzioni, etc. Il lavoro di raccolta e ri-organizzazione logica delle informazioni è stato molto impegnativo, ma è bastato tenersi aggiornati: “la storia si è scritta da sé”.

Nel **quarto capitolo**, il quadro è ancora ampliato, in quanto pareva imprescindibile, allo scopo di pervenire ad un’analisi completa dell’Unione Europea, uno sguardo verso gli ultimi Paesi che sono stati annessi. Il primo Maggio 2004 sono entrate a far parte dell’UE: Cipro (di cui si è detto), Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia (già analizzata nell’ultimo paragrafo del capitolo precedente) e Ungheria. Il primo Gennaio 2007: Bulgaria e Romania. Ricordiamo, infine, per completezza, che il primo Luglio 2013 anche la Croazia sarà annessa e che molti altri Stati, quali la Turchia, l’Albania e gli Stati della ex Jugoslavia sono ancora in fase di trattativa.

L’analisi si concentrerà stavolta soprattutto sui Paesi dell’Europa centro-orientale. Se per il capitolo precedente il vocabolo ricorrente era “rischio”, ora è “competitività”: i Paesi dell’Europa Centro-Orientale sono sufficientemente competitivi per reggere il confronto ed i rapporti commerciali con gli altri Stati dell’Unione Europea?

Per rispondere a questa domanda si fa ricorso al modello Balassa-Samuelson, inserendo in tale analisi un elemento di novità: i mercati dei capitali e l'impatto che essi hanno sulle fluttuazioni nella competitività stessa dei Paesi in analisi. Come al solito, resteranno comunque aperti molti dubbi.

Nel **quinto** ed ultimo **capitolo**, usciamo dal contesto europeo e diamo finalmente uno sguardo oltre Oceano, agli Stati Uniti d'America. Se consideriamo che nel primo capitolo era stato apportato un breve cenno all'economia nipponica e che dedicheremo particolare attenzione alle relazioni USA-Cina, possiamo asserire che il quadro globale sia completo.

Gli Stati Uniti, probabilmente, soffrono in realtà più una crisi politica piuttosto che del debito: ben inteso, hanno un debito pubblico altissimo, causato in particolar modo dalle guerre e dalla riduzione delle imposte, persino a favore dei più ricchi, rivista solo in tempi recenti dal Governo Obama; tuttavia, sono le ripetute divergenze tra Senato, "*House of Representatives*" e Casa Bianca ad intensificare la fase di stallo e crisi.

Rispetto all'UE, gli USA hanno però alcuni vantaggi. Nonostante il declassamento subito, il loro indice di affidabilità resta alto, non tanto per propri meriti, quanto più per demeriti altrui: il dollaro resta pur sempre un punto di riferimento importante nel Mondo e, in assenza di concorrenza degna di tal nome, mantiene la sua peculiarità di bene rifugio.

Ma "tutto il mondo è Paese": non sono solo l'Europa, il Giappone e gli Stati Uniti a dover far i conti con il proprio debito pubblico: arriva infatti dalla lontana Nuova Zelanda la notizia che il Governo sta valutando l'ipotesi di imporre in futuro una confisca dei risparmi in stile cipriota, al fine di evitare un eventuale crack delle banche<sup>1</sup>.

Con questo chiudiamo il cerchio e possiamo concludere: *le* crisi del debito riguardano, come anticipato sin dall'inizio, tutto il Mondo occidentalizzato; nessuno è escluso.

---

<sup>1</sup> Fonte: [www.momentosera.it/articolo.php?id=18756](http://www.momentosera.it/articolo.php?id=18756) (20/03/13)

# CAPITOLO PRIMO

## Il debito pubblico italiano

### 1.1) La composizione e la formazione del debito pubblico italiano

In questa analisi, non si può prescindere dal riferimento e dall'esame di alcuni primi dati basilari in merito al debito pubblico italiano. Nei prossimi paragrafi, verrà altresì evidenziata l'importanza essenziale di tali informazioni per poter prendere in esame la sostenibilità del debito stesso.

Anzitutto, chi detiene il debito pubblico italiano, incorporato in BTP e titoli simili?<sup>2</sup> Ecco i dati, in ordine decrescente di percentuale:

INVESTITORE	PERCENTUALE
<i>Banche italiane</i>	15,0%
Gruppi assicurativi esteri e fondi comuni europei	14,6%
<i>Investimenti privati</i>	14,0%
Banche estere	12,3%
<i>Compagnie assicurative italiane</i>	11,4%
Altri investitori internazionali	11,1%
<i>Fondi italiani gestiti all'estero</i>	6,1%
Investitori asiatici	6,0%
<i>Fondi di investimento</i>	5,5%
<i>Banca d'Italia</i>	4,0%
TOTALE	100,0%

Il primo dato che balza subito all'occhio è il notevole frazionamento: nessun investitore detiene una percentuale maggiore del 15%; persino la Banca d'Italia ne detiene soltanto il 4%. Questo, in una prima analisi, può

---

<sup>2</sup> Fonte: elaborazione Morgan Stanley su dati Banca d'Italia e Bank for International Settlements (09/08/2011).

essere dovuto semplicisticamente al fatto che il debito italiano è molto elevato, pertanto la cifra da investire per poter ottenere percentuali superiori dovrebbe essere assai cospicua in valore assoluto: acquistare anche soltanto lo 0,01% del nostro debito pubblico significherebbe di fatto investire circa 200 milioni di euro in buoni del tesoro. Tuttavia, è noto che alcune importanti economie mondiali, quali ad esempio il Giappone<sup>3</sup>, abbiano la tendenza a detenere cifre ben più alte in percentuale del proprio debito, per via di una politica monetaria attenta alla protezione del mercato interno. Pertanto, in seconda battuta, possiamo notare che l'Italia e la sua Banca Centrale non siano interessate a detenere una quota “di maggioranza” del debito del proprio Stato, ma che vi sia un notevole liberalità di mercato, tendenza comunque registrabile anche nella maggior parte degli altri Stati del mondo occidentale.

Leggendo tra le righe, però, notiamo un altro fattore molto interessante, a conferma di quanto testé esposto: solo il 56% del debito italiano è in mani italiane<sup>4</sup>. Il restante 44% è in tasca a banche e gruppi assicurativi stranieri, fondi comuni europei, investitori asiatici ed internazionali.

Prima di analizzare più nello specifico le banche italiane, cerchiamo di capire come siamo giunti al livello più allarmante di debito, circa 2.000 miliardi, dal dopoguerra ad oggi.

Il debito pubblico, che si manifesta come le obbligazioni emesse dal Tesoro, si forma perché le spese dello Stato sono maggiori delle sue entrate – il deficit pubblico. La differenza, se non è finanziata con l'emissione di moneta, è coperta con l'emissione di obbligazioni.

Più o meno tutti i Paesi sviluppati hanno visto crescere smisuratamente la spesa pubblica a partire dagli anni Sessanta. Quelli che

---

<sup>3</sup> Si veda il paragrafo 1.2

<sup>4</sup> Nella tabella: in corsivo, gli investitori italiani.

hanno registrato una crescita delle imposte non troppo distante dalla crescita della spesa, hanno oggi dei debiti contenuti. Altri, invece, come l'Italia, hanno speso velocemente, con le imposte che crescevano lentamente. Da qui i grossi deficit, che cumulati, hanno prodotto un gran debito.

La spesa pubblica si divide in spesa pubblica “per lo Stato minimo”, e in quella “per lo Stato sociale”. La prima finanzia la polizia, i magistrati, i soldati. Ossia l'ordine, la giustizia, la difesa. La seconda finanzia i medici, gli infermieri, le medicine, gli insegnanti, ecc. Ossia l'istruzione e la salute. Le pensioni sono ambigue, perché sono pagate – attraverso un apposito organismo – a chi è in pensione da chi lavora, quindi sono un trasferimento, non proprio una spesa.

Premesso ciò, la spesa per lo stato minimo è rimasta all'incirca la stessa nel secondo dopoguerra, mentre è esplosa quella per lo stato sociale. Ed è qui il punto. Quest'esplosione è avvenuta in tutti i Paesi europei. Negli Stati Uniti un po' meno, ma non troppo meno, se si fanno dei conti sofisticati. Dunque non è un fenomeno solo italiano. O meglio, l'Italia spende più di alcuni altri Paesi, ma non “troppo di più”. Il punto è che ha incassato di meno per troppo tempo. (I conti comparati sulla spesa pubblica per lo stato minimo e per quello sociale vanno fatti escludendo la spesa per interessi sul debito, che è il frutto del cumularsi dei deficit nel corso del tempo e non della spesa corrente).

Abbiamo così a che fare con un fenomeno storico. Se abbiamo a che fare con un fenomeno storico, allora la crescita del debito non è attribuibile – se non in minima parte – a un bravo o cattivo presidente del consiglio dei ministri. Il protagonista è il “Processo” e non “l'Eroe”.

In conclusione, l'Italia ha speso più di quanto incassasse per troppo tempo, e si trova oggi ad avere un debito pubblico eccessivamente elevato.

La tabella<sup>5</sup> seguente riporta, in due pagine, l'evoluzione del debito italiano dal 1970 al 2012. L'Italia ha speso più di quanto incassasse, fino a prima dell'ultimo governo Andreotti, nel 1991<sup>6</sup>.

ANNO	GOVERNI	INFLAZIONE	DEBITO (milioni)	RAPPORTO DEBITO/PIL
1970	Rumor, Colombo	5,1%	14.285	40,5%
1971	Colombo	5,0%	17.585	45,7%
1972	Andreotti	5,6%	22.008	52,2%
1973	Andreotti, Rumor	10,4%	27.499	54,0%
1974	Rumor, Moro	19,4%	34.361	53,2%
1975	Moro	17,2%	43.205	58,4%
1976	Moro, Andreotti	16,5%	52.909	56,8%
1977	Andreotti	18,1%	64.063	56,6%
1978	Andreotti	12,4%	81.810	61,5%
1979	Andreotti, Cossiga	15,7%	98.632	60,6%
1980	Cossiga, Forlani	21,1%	118.038	58,0%
1981	Forlani, Spadolini	18,7%	146.410	60,1%
1982	Spadolini, Fanfani	16,3%	186.961	65,0%
1983	Fanfani, Craxi	15,0%	235.520	70,3%
1984	Craxi	10,6%	284.825	74,4%
1985	Craxi	8,6%	346.005	80,5%
1986	Craxi	6,1%	401.499	84,5%
1987	Craxi, Fanfani, Goria	4,6%	460.418	88,6%
1988	Goria, De Mita	5,0%	522.732	90,5%
1989	De Mita, Andreotti	6,6%	589.995	93,1%

<sup>5</sup> Fonte: Banca d'Italia, ISTAT. Il tasso di inflazione è misurato con l'indice FOI (Famiglie di operai e impiegati), esclusi i tabacchi.

<sup>6</sup> Nella tabella: con sfondo azzurro.

1990	Andreotti	6,1%	667.848	94,8%
1991	Andreotti	6,4%	755.011	98,1%
1992	Andreotti, Amato	5,4%	849.920	105,0%
1993	Amato, Ciampi	4,2%	959.713	115,1%
1994	Ciampi, Berlusconi	3,9%	1.069.415	121,8%
1995	Berlusconi, Dini	5,4%	1.151.489	120,9%
1996	Dini, Prodi	3,9%	1.213.508	120,2%
1997	Prodi	1,7%	1.238.172	117,4%
1998	Prodi, D'Alema	1,8%	1.254.388	114,2%
1999	D'Alema	1,6%	1.281.550	113,0%
2000	D'Alema, Amato	2,6%	1.300.269	108,5%
2001	Amato, Berlusconi	2,7%	1.358.351	108,2%
2002	Berlusconi	2,4%	1.368.897	105,1%
2003	Berlusconi	2,5%	1.394.339	103,9%
2004	Berlusconi	2,0%	1.445.826	103,4%
2005	Berlusconi	1,7%	1.514.408	105,4%
2006	Berlusconi, Prodi	2,0%	1.584.093	106,1%
2007	Prodi	1,7%	1.602.114	103,1%
2008	Prodi, Berlusconi	3,2%	1.666.637	105,8%
2009	Berlusconi	0,7%	1.763.676	116,1%
2010	Berlusconi	1,6%	1.842.856	118,7%
2011	Berlusconi, Monti	2,7%	1.897.946	120,1%
2012	Monti	2,9%	1.982.239	126,1%
2103 (Giugno)	Letta	1,1%	2.048.596	127,1%
2014-15	?	?	?	?



Il conto è eseguito tenendo conto della spesa pubblica meno le entrate prima del pagamento degli interessi (il saldo primario). Intorno al 1990 il bilancio dello Stato va in pareggio prima del pagamento degli interessi. In altre parole, non genera un nuovo deficit prima di pagare gli interessi sul cumulo dei deficit prodotti nel corso della storia (il debito).

Da allora il saldo primario è stato o in avanzo, o in leggero disavanzo. Il deficit è stato il figlio del pagamento degli interessi sul debito cumulo. I deficit solo finanziari hanno però prodotto altro debito. La crescita economica (la variazione del PIL) non è mai stata troppo robusta, e perciò il rapporto debito su PIL o è rimasto stabile, o è appena sceso, o è cresciuto. Ultimamente il rapporto è cresciuto molto, perché il PIL (il denominatore) è caduto molto dagli inizi della crisi del 2008 e non si è ancora ripreso<sup>7</sup>.

Ormai, siamo indebitati per il 126,1% del nostro PIL, ossia della ricchezza annua prodotta, un nuovo record, se si pensa che il dato più alto risaliva al 1994, quando il debito pubblico era arrivato all'apice, al 121,8%<sup>8</sup>.

Il rapporto debito PIL varia sulla base della relazione con cui aumenta il primo, rispetto al secondo. Ora, il debito cresce o diminuisce per effetto del deficit, ossia della differenza tra entrate e spese dello stato e di tutte le altre amministrazioni pubbliche. Il PIL, invece, varia in base alla crescita annua della ricchezza prodotta più l'inflazione (valore nominale).

A sua volta, il deficit è frutto della somma dell'avanzo/disavanzo fiscale e degli oneri pagati annualmente sul debito accumulato. Quindi, è il rapporto tra queste singole voci a determinare il risultato finale di un debito in crescita, in diminuzione o costante sul PIL.

In questi ultimi anni, notiamo che dopo che il debito aveva raggiunto un rapporto minimo del 103,1% sul PIL nel 2007, l'avanzata è stata netta dal

---

<sup>7</sup> Fonte: <http://www.linkiesta.it>

<sup>8</sup> Nella tabella: con sfondo rosa.

2008<sup>9</sup> in poi e la data non è casuale. Quell'anno, infatti, il PIL si contraeva dell'1%, per effetto della crisi finanziaria esplosa negli USA, mentre il deficit pubblico iniziava a crescere, per via dell'erosione delle entrate. Da allora, il rapporto è sempre cresciuto, in quanto la crescita nominale del PIL è stata insufficiente a tenere il passo della crescita dell'indebitamento pubblico, a sua volta esploso per via di un alto deficit fiscale e di un aumento degli oneri per rifinanziare il debito pregresso.

Questa è la ragione per cui il rapporto è destinato a impennarsi anche quest'anno, vista la profonda recessione in corso, che dovrebbe determinare un calo del PIL di almeno il 2,5%, mentre il deficit pubblico dovrebbe attestarsi tra il 2,5% e il 3% del PIL<sup>10</sup>.

Ma la domanda che tutti ci poniamo è la seguente: potrà diminuire il debito nel corso dei prossimi anni? La risposta non è scontata, né può esserlo. Dipende essenzialmente dalle dinamiche della crescita e del deficit pubblico italiano. Per comprimere in modo sostanzioso il rapporto di cui sopra sarebbe necessario accelerare il tasso di crescita del PIL nel medio lungo termine e pareggiare costantemente i conti pubblici. Se, ad esempio, riuscissimo in tale operazione sin dal 2013 (ipotesi che taluni ritengono impossibile, mentre pareva ottenibile dall'ultimo Governo), con una crescita nominale del PIL del 4% annua (PIL reale inclusa l'inflazione) e con deficit zero, da qui al 2020, il debito scenderebbe a poco più del 92%. Si capisce benissimo, quindi, come il rilancio della crescita e il pareggio di bilancio debbano essere obiettivi di lungo periodo, irrinunciabili per risanare la nostra economia. Anche se, nel breve, il guaio è che i due obiettivi potrebbero risultare incompatibili, come dimostra questo primo anno di governo Monti. A furia di imporre tasse e di tagliare le spese per ridurre il deficit, il PIL è crollato e il debito si è addirittura innalzato in rapporto al PIL. Fino a quel clamoroso record storico

---

<sup>9</sup> Nella tabella: con sfondo verde.

<sup>10</sup> Fonte: [www.investireoggi.it](http://www.investireoggi.it)

del 126,1%. Oggi la situazione è persino peggiorata e nel 2013 il debito ha passato la soglia dei 2.000 miliardi, attestandosi intorno al 127% del PIL<sup>11</sup>.

Un'altra variabile che impatta clamorosamente sul debito pubblico sono gli interessi passivi che vengono pagati su di esso. Nella grafica seguente<sup>12</sup>, vediamo i dati che riguardano l'Italia, insieme con altri Paesi dell'Unione Europea.

<b>QUANTO SI SPENDE PER INTERESSI SUL DEBITO PUBBLICO*</b>								
	In miliardi di euro							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TOTALE
❖ Austria	6	6	6	6	7	6	6	43
❖ Belgio	12	12	12	12	12	13	12	85
❖ Francia	47	52	42	44	49	50	48	332
❖ Germania	60	58	55	53	49	58	57	391
❖ Grecia	11	12	12	13	15	10	8	81
❖ Irlanda	1	1	2	4	4	5	7	26
❖ Italia	72	77	68	67	73	84	82	523
❖ Portogallo	2	5	20	18	26	24	19	99
❖ Spagna	32	37	102	85	78	81	35	386
❖ TOTALE*	180	115	35	56	70	73	117	647

C'è, dunque, chi ritiene che la strada del rigore che ha imboccato l'Europa sia senza uscita, ma si devono aspettare le elezioni tedesche del prossimo settembre per vedere se si potrà cambiare strada. L'Italia perde colpi un giorno dopo l'altro: al ministero dell'Economia sono intenti a cercare pochi spicci per gli impegni più urgenti, e neppure quelli si trovano. Dell'abbattimento del debito pubblico con misure straordinarie non si parla più. Prendendo per buoni i dati del FMI, che consentono un paragone con gli altri Stati, dal 2007 a oggi l'Italia ha pagato per interessi la stratosferica somma di 523 miliardi di euro. Una somma pari al 33% del PIL e di gran lunga più alta del gettito tributario, che ha fruttato 481 miliardi.

<sup>11</sup> Fonte: [http://www.corriere.it/economia/13\\_marzo\\_01/debito-pubblico-istat-pil\\_580e5a68-8261-11e2-b4b6-da1dd6a709fc.shtml](http://www.corriere.it/economia/13_marzo_01/debito-pubblico-istat-pil_580e5a68-8261-11e2-b4b6-da1dd6a709fc.shtml)

<sup>12</sup> Fonte: Milano Finanza, versione cartacea del giorno 14 Maggio 2013, articolo di Guido Salerno Aletta, elaborazione su dati FMI World Economic Outlook (\*Il totale comprende altri Stati).

Negli ultimi sei anni l'Italia ha speso per interessi i tributi di un intero anno e il debito intanto è cresciuto di 435 miliardi. L'Italia ha pagato quasi la metà degli interessi corrisposti sui debiti pubblici dell'Eurozona: per la precisione, si è fatta carico del 44% dei 1.187 miliardi pagati tra il 2007 e il 2013. La Francia, che pure ha accumulato in questo periodo ben 700 miliardi di maggior debito passando dai 1.212 miliardi del 2007 ai 1.911 del 2013, ha messo mano al portafoglio dei suoi cittadini per appena 332 miliardi di euro. La Germania, che ha visto crescere il suo debito di 588 miliardi di euro, passando dai 1.588 miliardi a 2.176 miliardi quest'anno, ha speso 391 miliardi di euro.

In sei anni, il servizio del debito pubblico italiano è stato pari al 157% di quello francese e al 133% di quello tedesco. Ecco dove sono andati a finire i soldi delle tasse senza ritorno sotto forma i servizi e investimenti pubblici.

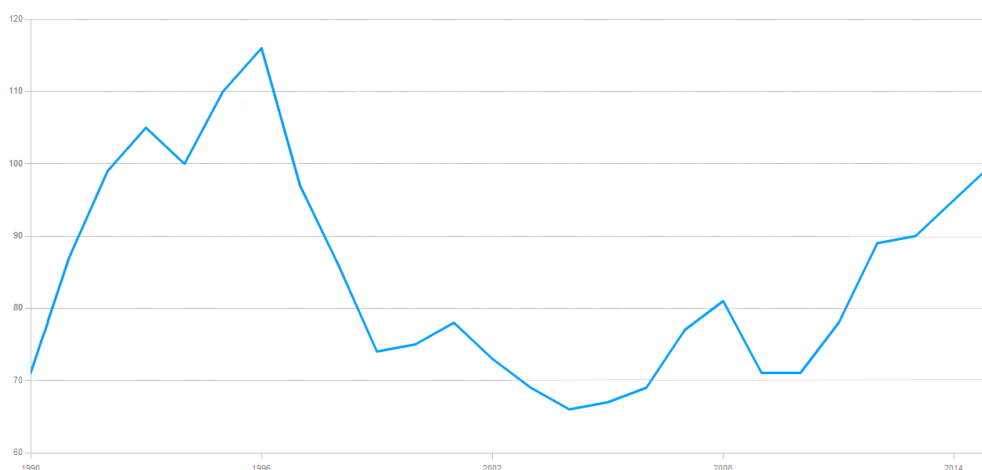
Secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2013 l'Italia avrà un carico di interessi sul debito pubblico per 82 miliardi di euro; saranno 48 miliardi per la Francia e 57 per la Germania. Sponderemo 34 miliardi più dei cugini d'Oltralpe e 25 miliardi più dei concittadini tedeschi.

Non abbiamo una Banca Centrale Europea che può fare incetta di titoli di Stato come avviene negli USA, in Inghilterra e in Giappone, dove si immette moneta direttamente nell'economia reale e si abbatta il costo del debito pubblico a livelli irrisori penalizzando i *rentier* che si vorrebbero pure arricchire sulle spalle dei cittadini in un momento così drammatico. E neppure abbiamo messo in piedi una delle tante opzioni per la riduzione straordinaria del debito che sono state avanzate da più parti.

Ma se ora "si staccasse la spina" a queste speculazioni sul debito pubblico, le banche italiane non saprebbero proprio da che parte fare utili. Tra gli obblighi di Basilea e le sofferenze che crescono, ci manca solo che debbano rinunciare alle decine di miliardi di interessi che ricevono dallo Stato pur essendosi finanziate all'1%. Siamo al cannibalismo finanziario: il 60% circa del debito pubblico è oggi in mani italiane, diviso tra famiglie,

banche, assicurazioni e fondi di investimento. Le renditore ormai si mangiamo l'economia reale.

Anche secondo un articolo di Vito Lops<sup>13</sup> pubblicato il 4 Aprile 2013, gli interessi passivi sul debito pubblico sono destinati ad aumentare e a raggiungere quota 100 miliardi nel 2015. Dai 78 miliardi pagati dallo Stato per finanziare il proprio debito nel 2011 si passa agli 89 nel 2012 per salire ai 95 nel 2013 e per arrivare a quota 99,808 nel 2015. Le proiezioni - contenute nel bilancio 2013 della ragioneria dello Stato - indicano quindi un avvicinamento dell'Italia alla fase critica del 1992 quando gli interessi passivi a carico dello Stato raggiunsero quota 99 miliardi per poi inanellare un trend crescente fino ai 116 miliardi del 1996 (di seguito, il grafico dell'andamento degli interessi passivi sul debito, dati in miliardi di euro):



Con la differenza che in quel periodo i tassi nominali erano più alti (con punte nell'autunno del 2012 al 13%) del 4,6% pagato oggi sulle scadenze a 10 anni, ma in compenso l'ammontare del debito pubblico era meno corposo rispetto al picco storico di 2.022 miliardi raggiunto a gennaio ed i 2.048 miliardi raggiunti a Giugno<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-04-03/come-sara-italia-2015-154535.shtml>

<sup>14</sup> Fonte: <http://italiaora.org> (dati sul debito aggiornati in tempo reale)

Gli interessi sul debito italiano puntano per il prossimo triennio a quei 100 miliardi toccati nel 1992, anno in cui il governo Amato dovette fronteggiare una pericolosa crisi economica. Furono apportate misure drastiche quali il prelievo forzoso (del 6 per mille) dai conti correnti e la svalutazione della lira del 7%. Allo stesso tempo il 17 settembre, un giorno dopo la mossa dell'Inghilterra, anche l'Italia decise di abbandonare lo SME<sup>15</sup>.

I dati indicano quindi che l'incremento del debito pubblico e la mancata crescita dell'Italia negli ultimi anni - aggravati dalla spirale recessiva e dalle misure di austerità con cui si è provato a combattere l'attuale crisi che rischia di deragliare da ciclica a strutturale - hanno vanificato il vantaggio del rintracciamento generale dei tassi di interesse coinciso con l'ingresso nell'euro. Vantaggio che peraltro si è parzialmente esaurito negli ultimi due anni, quando gli spread si sono nuovamente allargati accentuando le divergenze tra le singole economie dell'Eurozona. Nel novembre 2011, quando i BTP pagavano oltre il 7%, i tassi hanno raggiunto la stessa soglia del 1997 mentre adesso viaggiano intorno a quella del 1998 (il 4,6%), lo stesso tasso che a quei tempi pagavano Germania, Francia e Spagna.

Nel frattempo si sono rimescolate le carte. Pur essendo superato il periodo più critico toccato nel 2011 (spread oltre 700 punti tra Germania e Italia sulla parte breve della curva) grazie allo scudo anti-spread annunciato da Draghi nel luglio 2012, l'Italia paga oggi oltre 300 punti base in più dei Paesi più virtuosi dell'area euro. Questo alimenta differenze nella progressione dell'economia italiana rispetto a quelle dei Paesi del Nord Europa, pur essendo il tasso nominale oggi a carico dell'Italia sui titoli a 10 anni storicamente non elevato. E forse è questo il vero motivo, debito pubblico a parte, perché il monte interessi nel 2015 - anno in cui l'Italia si aspetta di chiudere in pareggio di bilancio - dovrebbe toccare quei 100 miliardi pagati nel turbolento 1992.

---

<sup>15</sup> Il Sistema monetario europeo, "una sorta di pre-euro", in cui i Paesi aderenti si obbligavano a un cambio semi-rigido in virtù di una banda di oscillazione prefissata per contenere la spirale inflazionistica.

Nonostante le ovvie considerazioni sulla spesa (e gli sprechi) pubblici, secondo un recentissimo e davvero interessante articolo tratto da “Il Sole 24 Ore”<sup>16</sup>, la diffusa opinione secondo la quale “il debito pubblico italiano è molto elevato perché nel passato la spesa pubblica è stata eccessiva, e in buona misura continua a esserlo” sarebbe quasi un luogo comune.

La vera ragione che sottende all’enorme debito pubblico italiano sarebbe l’evasione.

Per quanto sia corretto criticare la composizione della spesa pubblica e diversi intollerabili sprechi, il volume della spesa pubblica italiana non è affatto superiore alla media dei Paesi europei. Se si escludono gli interessi sul debito, è stata costantemente più bassa della media europea, pur in presenza di un rapporto tra debito e Prodotto interno lordo più elevato.

Prendendo inizialmente come riferimento il fatidico 1981 - l'anno in cui si consumò il "divorzio" tra il Tesoro e la Banca d'Italia, che da allora in poi non era più tenuta ad acquistare i titoli del debito pubblico -, la spesa "di scopo"<sup>17</sup> ammontava al 39% del PIL, a fronte del 45% della Germania e del 47% della Francia<sup>18</sup>. Al tempo stesso, il debito pubblico italiano era pari al 59% del Prodotto interno lordo, mentre in Germania raggiungeva il 34% e in Francia appena il 22%. Già allora, l'Italia riusciva nella curiosa impresa di fare più debito con meno spesa.

La ragione di ciò riposava nel volume contenuto delle entrate pubbliche e nell'elevato regime dei tassi d'interesse.

Da un lato, infatti, le entrate rappresentavano il 34% del PIL, mentre in Germania e in Francia si attestavano su valori dieci punti più alti; e questo non perché fossero basse le aliquote, ma per la diffusione del fenomeno dell'evasione e dell'elusione fiscale. La conseguenza era che l'Italia registrava

---

<sup>16</sup> Fonte: versione cartacea del giorno Lunedì 3 Giugno 2013 – n°150 – articolo di Riccardo Realfonzo e Stefano Perri

<sup>17</sup> Esclusi gli interessi sul debito

<sup>18</sup> Dati Ameco, Commissione europea

livelli di disavanzo del bilancio pubblico, al netto degli interessi, sconosciuti agli altri Paesi.

Dall'altro lato, lo Stato italiano pagava tassi sul debito ben più elevati dei partner europei. Ciò dipendeva dal fatto che, dopo il "divorzio" fra Tesoro e Banca d'Italia, lo Stato doveva necessariamente collocare i titoli del debito sul mercato. Al tempo stesso, il nostro apparato produttivo si mostrava non adeguatamente competitivo, dando vita a una tendenza strutturale all'eccesso delle importazioni sulle esportazioni, che veniva compensato con un avanzo della bilancia dei capitali, e dunque con afflussi di capitali attratti da tassi particolarmente invitanti. Per queste ragioni, il peso sugli interessi del debito crebbe sino al 13% del PIL, nel 1993, mentre negli altri Paesi il valore si attestava mediamente intorno al 3%.

Oggi in buona misura viviamo gli effetti di quelle medesime dinamiche, a cui non si è mai posto rimedio.

Certo, la raccolta fiscale italiana rispetto al Prodotto interno lordo è ormai nella media europea (intorno al 48% del PIL); ma dal momento che non si sono abbattute le sacche di evasione ed elusione, ciò avviene a prezzo di una sperequazione dei carichi fiscali che contribuisce a frenare drammaticamente la domanda e a minare la competitività della nostra migliore imprenditoria.

Naturalmente, i tassi sono scesi, ma resta un significativo spread rispetto alla Germania, così come resta il problema di competitività che fa sì che la nostra bilancia commerciale sia in equilibrio solo in presenza di livelli particolarmente bassi del PIL.

E comunque, ancora nel 2012, il volume della spesa "di scopo" rispetto al Prodotto interno lordo risulta essere inferiore di oltre un punto percentuale rispetto alla media europea (l'Italia si attesta al 45,4%, mentre l'Europa a 15 è al 46,9%; la Francia arriva addirittura al 54%).

Non bisogna dunque stupirsi che la spesa pubblica italiana annua per cittadino, al netto degli interessi, sia inferiore di oltre 2mila euro rispetto alla



spesa media dell'area euro e della Germania, e di ben 4.500 euro rispetto alla Francia. E persino considerando gli interessi sul debito, che - come è ben noto - restano più alti di quelli tedeschi e francesi, la spesa pubblica pro capite italiana è inferiore di circa 1.800 euro alla media europea.

Da tutto ciò consegue che, diversamente da quanto spesso si crede, il problema del debito pubblico italiano non deriva da un "eccesso" di spesa statale. Per questo, concentrarsi sul modo in cui tagliare la spesa pubblica al fine di abbattere il disavanzo e il debito pubblico rischia di lasciare pericolosamente nell'ombra le cause di fondo dei problemi italiani, che riposano nelle distorsioni del meccanismo delle entrate, nella scarsa competitività del nostro apparato produttivo, nell'insufficienza della domanda aggregata.

A proposito di luoghi comuni da sfatare, è bastata un'occhiata a un foglio di Excel per scardinare uno studio sbandierato da politici di mezzo mondo per giustificare le politiche di austerità<sup>19</sup>, apparentemente un'imprescindibile conseguenza del debito accumulato negli anni.

Lo stupore di Thomas Herndon, 28 anni, studente di Economia all'Università del Massachussets, nell'analizzare la cella L51 di quel foglio ha avuto origine in un'aula della UMass Amherst, quando un professore assegna allo studente il compito di riproporre i calcoli di uno studio di due economisti di fama mondiale.

Il premio Nobel dell'economia Paul Krugman dà atto al ragazzo di avere «confutato lo studio accademico più autorevole degli ultimi anni». Scoprendovi degli errori banali, imbarazzanti per gli autori<sup>20</sup>.

Anche Mark Carney, prossimo governatore della Banca Centrale britannica, lo ha citato di recente in un suo intervento pubblico televisivo.

---

<sup>19</sup> Fonte: rivista mensile "IL", Venerdì 10 Maggio, articolo di Rolla Scolari

<sup>20</sup> Fonte: Repubblica, 29 Aprile 2013, articolo di Federico Rampini

Le vittime di Herndon sono due tra gli economisti più stimati del mondo: Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff. Loro due insegnano in una super-università, Harvard, ben più prestigiosa di quella dove studia il 28enne dottorando che li ha messi al tappeto. Rogoff, che è stato economista anche al Fondo monetario internazionale e alla Federal Reserve, insieme con la sua collega Reinhart pubblicò “*Growth in a Time of Debt*”, una ricerca conclusa proprio quando stava scoppiando la crisi della Grecia.

In quel testo vi era la “prova scientifica”, secondo gli autori, che se il debito pubblico di una nazione raggiunge la soglia del 90% del PIL, diventa un ostacolo insuperabile alla crescita.

Meglio, con questi dati alla mano, ridurre allora il debito pubblico con tagli e aumenti di tasse.

Quel testo venne adottato come un dogma, istantaneamente ripreso da organizzazioni internazionali e Governi: da Angela Merkel alla Commissione Europea, fino al partito repubblicano negli Stati Uniti. Lo stesso Krugman ricorda che «ebbe un ruolo cruciale nella svolta delle politiche economiche, con l’abbandono delle manovre anti-recessive sostituite prontamente con politiche di austerità». La tesi di Krugman è che c’erano già poderose correnti ideologiche in azione per interrompere le manovre anti-recessive, e tuttavia quello studio divenne un regalo insperato, una pietra miliare, il fondamento teorico per l’austerità.

Per settimane, però, Herndon ha fatto i compiti. Ha lavorato sui dati dei due economisti riguardanti 20 Paesi dal 1946 al 2009. Ha fatto di conto. I grandi nomi del pensiero neo-keynesiano, da Krugman a Joseph Stiglitz, non avevano mai accettato il dogma di Reinhart-Rogoff. Ma le loro contestazioni volavano alto, troppo alto. Nessuno si era imbarcato nella fatica di fare il lavoro “operaio” del 28enne Herndon: prendersi tutti i numeri, uno per uno, e rifare le addizioni.

Lo studio, citato tra gli altri dal commissario europeo Olli Rehn e dal repubblicano americano Paul Ryan per giustificare politiche di austerità, è

basato su «qualcuno che per errore non ha aggiornato una formula Excel», scrive sul suo blog Mike Konczal, del Roosevelt Institute. La media calcolata da Reinhart e Rogoff dimentica cinque Paesi: tra questi Australia, Canada e Nuova Zelanda dal '46 al '50, anni in cui queste nazioni hanno avuto debito alto e crescita decente. Il risultato finale cambia: i Paesi con debito pubblico maggiore del 90% hanno avuto una crescita media del 2,2%, certo bassa ma non negativa come nello studio originale (-0,1). Reinhart e Rogoff hanno chiesto scusa, ma non pensano che il pasticcio della cella L51 «influenzi in qualsiasi maniera il messaggio centrale dello studio».

Herndon, che si definisce «né conservatore né progressista», non è stato mosso da un'agenda politica. «Non ero partito - racconta - con l'intenzione di demolire lo studio di Reinhart-Rogoff, davvero non ero a caccia di errori. I miei professori di Amherst mi avevano assegnato un compito molto comune: prendi una ricerca fatta da altri economisti, e prova a dimostrare che sei capace di replicarne il risultato». È così, esercitandosi a rifare lo stesso percorso di Reinhart-Rogoff, che il 28enne si è imbattuto nella sua scoperta. Niente: i risultati erano sempre diversi da quelli di Reinhart e Rogoff. «Provavo e riprovavo a fare i loro stessi calcoli, ma i risultati non erano quelli. I conti non tornavano». Lo studente, frustrato, ha inviato una mail ai due professori richiedendo i loro fogli di calcolo; insomma, per vederci chiaro si rivolse agli stessi autori. Che reagirono con grande *fair-play* e trasparenza. Forse sottovalutando il pericolo? Di certo non snobbarono il giovane dottorando di una università meno prestigiosa. In risposta gli inviarono una e-mail, con un documento Excel in allegato. «Su mia richiesta - racconta lui - mi hanno messo a disposizione tutte le loro fonti originarie da cui avevano attinto i dati sulla crescita. Mi hanno dato accesso anche alle varie versioni dei loro calcoli». Poi prosegue: «Ho cliccato sulla cella L51 e ho notato che avevano fatto la media soltanto dalla linea 30 alla 44 anziché dalla 30 alla 49.»

La coppia di grandi economisti aveva banalmente commesso una svista di “allineamento” nelle colonne delle cifre da addizionare. Sicché alcuni calcoli erano sbagliati. In più - questo forse è lo sbaglio più imperdonabile - Reinhart-Rogoff avevano omesso di includere tra le nazioni esaminate ben tre casi (Canada, Australia, Nuova Zelanda) in cui la crescita economica non è stata affatto penalizzata da un elevato debito pubblico.

I due imputati, Reinhart-Rogoff, hanno dovuto ammettere l'errore. Lo hanno fatto con una imbarazzata *column* sul New York Times, cercando al tempo stesso di prendere le distanze dalle politiche di austerità applicate usando la loro ricerca. E come rivela il Wall Street Journal, «all'ultima riunione del G20 è stato depennato dal comunicato finale ogni riferimento al rapporto debito/PIL, per effetto di questa scoperta». L'anchorman satirico Stephen Colbert conclude: «E ora chi glielo dice agli europei? Sono così contenti dell'austerità, che ogni tanto per festeggiarla scendono in piazza e accendono dei fuochi...». Herndon ha così concluso: «L'austerità è controproducente.»

La rivelazione di Herndon ha avuto un impatto enorme. Altri hanno compiuto nuovi passi seguendo la scia del “*mythbuster*”.

C'è stato persino chi è arrivato a definire il problema del rapporto debito/PIL “un mito da sfatare”, purché si esca dalla logica arbitraria di rapportare il debito statale (solo ed esclusivamente) al PIL.

Infatti, il parametro per la sostenibilità del debito, secondo il vice presidente della Fondazione Edison, Marco Fortis<sup>21</sup>, sarebbe la ricchezza delle famiglie: «Quando la situazione finanziaria dell'Italia viene valutata nelle sedi internazionali, e in particolare a livello di Commissione europea, chi ci giudica argomenta sempre che il nostro Paese non può in alcun modo derogare agli impegni presi in termini di stabilizzazione delle finanze pubbliche, nonostante i rilevanti sforzi già fatti e il miglior avanzo primario del Continente, perché noi avremmo il secondo

---

<sup>21</sup> Fonte: <http://www.economia.panorama.it/opinioni/rapporto-debito-pil-mito-sfatare> (art. del 29/05/13)

debito pubblico più alto d'Europa dopo quello della Grecia, in rapporto al PIL.»

Sulla base di questo presupposto – continua Fortis – viene preclusa la possibilità di ottenere spazi di manovra fiscali per rilanciare la crescita o di poter godere di rinvii temporali degli obiettivi di bilancio stabiliti. Mentre la Commissione Europea ha invece di recente accordato con generosità margini e proroghe ad altri stati come Spagna, Francia e Paesi Bassi, che pure hanno sinora clamorosamente disatteso gli obblighi di riduzione dei rispettivi deficit statali.

Il nostro governo ha le mani legate o quasi.

Ci è stato solo permesso di pagare 0,5 punti di PIL di debiti della pubblica amministrazione nel 2013, restando comunque sotto il 3% del rapporto deficit/PIL, sempre perché il debito statale è troppo alto.

Ma la realtà è che l'Italia non ha affatto il secondo debito pubblico d'Europa. Vi sono infatti altre grandezze economiche ben più significative del PIL con cui confrontare il debito pubblico. Per esempio, se lo si pone in rapporto alla ricchezza finanziaria netta delle famiglie, il debito è solo di poco superiore a quelli di Germania e Francia e largamente inferiore a quelli di Grecia, Spagna, Irlanda, Portogallo, Cipro o Slovenia.

Inoltre, in valore assoluto, il debito italiano non svetta più in Europa come 20 anni fa. In euro correnti è stato superato da quello tedesco ed è ormai stato quasi raggiunto anche da quelli francese e inglese.

Dunque, pur essendo ovvio che il debito va ridotto, l'Italia sotto il profilo delle finanze pubbliche si trova in una situazione assolutamente non critica, diversamente da quanto si tende a pensare, specie all'estero.

Infatti, nel 2012 il debito pubblico italiano sottoscritto da non residenti era pari a circa il 45% del PIL, un valore rassicurante, inferiore a quelli di Germania e Francia, mentre il debito “interno” a carico dei residenti, nell'ipotesi teorica che fosse interamente sottoscritto dalle famiglie (e non, come ora, principalmente da banche e soggetti finanziari),

assorbirebbe solo il 49% della ricchezza finanziaria netta delle famiglie stesse, contro l'84% nel caso del debito pubblico interno spagnolo o addirittura del 91% nel caso di quello interno greco (pur essendo per lo più in mani straniere).

Taluni opinionisti sostengono che i Paesi con un alto debito pubblico in rapporto al PIL ma con un'elevata ricchezza privata, come l'Italia, dovrebbero tassare tale ricchezza per abbattere il rapporto debito/PIL.

Se è comprovato che il debito pubblico è adeguatamente bilanciato dallo stock di ricchezza finanziaria netta delle famiglie, esso non dovrebbe essere considerato pericoloso (e quindi da abbattere drasticamente a discapito della ricchezza), contrariamente a quanto si potrebbe dedurre dal solo rapporto debito pubblico/PIL.

Le attuali difficoltà di molti Paesi dimostrano che non è la sola crescita del rapporto debito/PIL a rompere l'equilibrio finanziario tra settore pubblico e privato, determinando una crisi di sostenibilità finanziaria dell'economia. Questa, infatti, si raggiunge quando il livello del debito pubblico lordo si avvicina in modo troppo rapido a quello della ricchezza finanziaria netta delle famiglie o addirittura supera quest'ultima. In tal caso, se per ipotesi tutti gli investitori esteri recedessero, l'intero onere del finanziamento del debito pubblico ricadrebbe sui residenti e a quel punto la ricchezza privata non potrebbe più essere destinata ad altre forme di investimento (depositi, azioni, obbligazioni bancarie, etc.) che meglio favoriscono la crescita dell'economia. La situazione diventerebbe addirittura drammatica qualora il debito pubblico superasse lo stock di ricchezza finanziaria netta delle famiglie, come è avvenuto in Grecia e Irlanda e sta accadendo in Spagna e a Cipro. In tal caso, infatti, non disponendo i residenti di ricchezza sufficiente, le nuove emissioni del debito pubblico potrebbero essere sottoscritte solo da investitori stranieri. Ma ciò sarebbe alquanto improbabile, stante la inevitabile crisi di fiducia che si determinerebbe nei confronti del paese emittente, che perciò farebbe *default*.

Lungi dall'essere tassata con un'imposta patrimoniale secca di grandi proporzioni, la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è di per sé una garanzia strutturale della sostenibilità del debito pubblico, anche se è evidente che quest'ultimo va aggredito in modo più efficace rispetto al passato con tagli alle spese improduttive e agli sprechi. L'Italia, inoltre, ha bisogno di riforme strutturali che non possono più essere rinviate.

Tuttavia, dopo che è stato messo in discussione il paradigma degli economisti Kenneth Rogoff e Carmen Reinhart (secondo i quali un debito pubblico è critico e frena lo sviluppo quando supera il 90% del PIL), sarebbe anche importante ricordare che comunque l'Italia ha un rapporto tra debito e ricchezza che attualmente è “solo” intorno al 77% (e che meriterebbe uno spread ben più basso). Il che ci permetterebbe anche maggiori margini fiscali per rilanciare la crescita, ridurre le tasse sul lavoro ed eliminare l'IMU sulla prima casa dei meno abbienti.

All'ultimo G20<sup>22</sup>, il Giappone ha annunciato manovre economiche anti-recessive ed espansive di svalutazione competitiva, contro la deflazione, diametralmente opposte a quelle di austerità, portate avanti dalla Cancelliera tedesca Angela Merkel e dalla Commissione Europea. Eppure stavolta nessuno si è permesso di obiettare alcunché. Che il trend stia cambiando? Siamo ad un punto di svolta?

Secondo due articolo di Beda Romano del 30 Maggio 2013<sup>23</sup>, Bruxelles starebbe allentando i piani di austerità. La Commissione europea ha illustrato, infatti, una nuova strategia di politica economica.

L'esecutivo comunitario ha deciso di rallentare il ritmo del risanamento delle finanze pubbliche, concedendo a sette Paesi più tempo per ridurre il proprio deficit. Nel contempo, ha chiesto ambiziose riforme

---

<sup>22</sup> Fonti: <http://www.teleborsa.it/> — <http://www.illaboratorio.net/> — <http://www.finanza.com/> — <http://www.financialstabilityboard.org/>

<sup>23</sup> Fonti: [www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-05-30/bruxelles-allenta-austerita-sette-063839.shtml](http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-05-30/bruxelles-allenta-austerita-sette-063839.shtml) - <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-05-30/leuropa-avanti-riforme-063853.shtml>

economiche, soprattutto alla Francia. «La Commissione non deve dettarci ciò che dobbiamo fare», ha ribattuto il presidente francese François Hollande, lanciando i primi segnali di un acceso negoziato con le autorità comunitarie.

In una conferenza stampa a Bruxelles, il presidente della Commissione José Manuel Barroso ha spiegato che in un contesto sociale delicatissimo «è possibile rallentare il ritmo di risanamento dei conti pubblici grazie anche ai buoni progressi effettuati in questi anni» sulla scia della crisi debitoria. In cambio gli Stati membri devono però adottare le «ambiziose raccomandazioni» di Bruxelles. L'uomo politico ha parlato della necessità di avere su questo aspetto un «consenso europeo» fatto proprio da tutti i Paesi.

Confermando le indicazioni della vigilia, la Commissione ha deciso di dare un anno in più per ridurre il deficit sotto al 3% del PIL a Belgio, Olanda e Portogallo, e due anni in più a Polonia, Francia, Spagna e Slovenia<sup>24</sup>. «Nel 2011 i Paesi oggetto di una procedura per deficit eccessivo erano 24; oggi sono 16», ha fatto notare il commissario agli affari economici Olli Rehn.

Quanto alle riforme, il Paese preso di mira, oltre all'Italia, è soprattutto la Francia. A Parigi, la Commissione concede due anni per ridurre il deficit entro i limiti di Maastricht. In cambio, però, gli impone una riforma del sistema pensionistico «entro la fine del 2013», il rafforzamento della concorrenza nel campo dei servizi, la liberalizzazione del settore ferroviario e una semplificazione del quadro regolamentare per le società.

Per Rehn è «cruciale, addirittura essenziale» che Parigi affronti antichi problemi di competitività. Molti temono che un ritorno del nervosismo sui mercati possa colpire la Francia, rimettendo in pericolo il futuro della zona euro. In un comunicato, il ministro delle Finanze Pierre Moscovici ha detto: «Il governo riafferma il suo impegno determinato a continuare una seria strategia di bilancio, al buon ritmo, e a perseguire l'agenda di riforme per rilanciare una crescita più forte e più solidale».

---

<sup>24</sup> Paese a rischio di salvataggio da parte della Troika, di cui tratteremo nelle pagine a seguire.



Nel contempo, Moscovici ricorda che queste raccomandazioni saranno oggetto di «discussioni (...) nelle prossime settimane».

Le raccomandazioni economiche, che in ultima analisi devono essere approvate dai governi nazionali, prevedono anche misure per la Germania. Il tentativo in questo caso è di rafforzare la domanda interna per aiutare le esportazioni dei Paesi più fragili. La Commissione raccomanda a Berlino di «ridurre i contributi previdenziali e le imposte, soprattutto per coloro che ricevono salari bassi», e di stimolare la concorrenza nel settore dei servizi, soprattutto le costruzioni e il commercio al dettaglio.

«L'emergenza sociale in molte parti d'Europa e il crescente livello di disuguaglianza in alcune regioni contribuisce all'urgente necessità di riforme», ha affermato Barroso. La Commissione vuole approfittare dei suoi accresciuti poteri di controllo per tentare la quadratura del cerchio, associando a un allentamento del risanamento sia un sostegno alla congiuntura attraverso misure dirette e indirette sia nuove e ambiziose riforme dell'economia. Resta da vedere se, a livello nazionale, ci sarà il consenso politico.

Per ciò che concerne l'Italia, invece, essa sembrerebbe aver ottenuto la tanto attesa conclusione dalla procedura per deficit eccessivo, dopo quattro anni di risanamento dei conti pubblici. Pubblicando nuove e impegnative raccomandazioni, l'esecutivo comunitario ha messo l'accento sulla piena attuazione delle riforme già adottate.

Il commissario agli affari economici Olli Rehn ha salutato con soddisfazione la correzione strutturale di bilancio adottata dall'Italia e che ha permesso al deficit di scendere al 3% del prodotto interno lordo nel 2012. Durante una conferenza stampa qui a Bruxelles, Rehn ha però avvertito che il Paese ha «un margine molto piccolo» di manovra sul fronte del bilancio, tenuto conto anche del debito molto elevato, dell'annunciata sospensione e dell'attesa riforma dell'imposta municipale unica (IMU).

L'uomo politico finlandese ha fatto notare che per il 2013 il margine è stato praticamente tutto utilizzato dal rimborso alle imprese dei debiti della pubblica amministrazione (una decisione quest'ultima che ha indotto il Governo italiano a introdurre clausole di salvaguardia pur di evitare eventuali sforamenti quest'anno). La cautela di Rehn è da attribuire anche al fatto che mentre le stime di deficit pubblico di Roma e Bruxelles coincidono per il 2013 (2,9% del PIL), le previsioni sono molto diverse per il 2014: rispettivamente 1,8 e 2,5% del PIL.

La presa di posizione della Commissione è giunta mentre in Italia si discute se e come il risanamento di bilancio offra nuovo spazio per un allentamento del rigore. Il commissario europeo avrebbe potuto facilmente ricordare che Malta è uscita dalla procedura per deficit eccessivo appena sei mesi fa, e che la Commissione ha deciso di rimettere il piccolo Paese mediterraneo sotto sorveglianza, a causa di una nuova deriva delle finanze pubbliche.

Come ogni anno, la Commissione ha pubblicato ieri nuove raccomandazioni ai Paesi membri. Queste raccomandazioni dovranno ora essere approvate entro luglio dai governi nazionali. Il pacchetto italiano dovrebbe essere morbido sul fronte dei conti pubblici, ma l'esecutivo comunitario si dimostra più esigente sul fronte di una modernizzazione dell'economia. «L'elevato debito pubblico - ha ricordato il presidente della Commissione José Manuel Barroso durante una conferenza stampa qui a Bruxelles - pesa sull'economia».

Riferendosi alla perdita di competitività del Paese «negli ultimi due decenni», Barroso ha parlato di «un gran lavoro da portare a termine». Per di più, l'esecutivo comunitario nota che «la piena attuazione» delle importanti riforme adottate di recente «rimane problematica». Ciò è vero soprattutto per quanto riguarda la recente riforma del mercato del lavoro approvata dal precedente governo Monti e per la quale mancano ancora alcune «disposizioni attuative».

La Commissione chiede inoltre all'Italia di «spingere oltre la riforma delle professioni regolamentate per superare le restrizioni esistenti», di migliorare l'efficienza e di ridurre i costi della pubblica amministrazione, di riformare la giustizia civile. Tra le raccomandazioni, è da segnalare che la Commissione si interroga anche sul «governo societario» delle banche, un elemento tale da limitarne possibilmente «l'efficacia nell'intermediazione finanziaria».

Interpellato sulle reali capacità del nostro Paese di introdurre le misure richieste, Barroso si è comunque voluto ottimista: «Nelle mie conversazioni con il capo del governo Enrico Letta, ho potuto toccare con mano che il nuovo esecutivo ha fatto propria la necessità di riformare l'economia (...) C'è piena consapevolezza». Più che una rassicurazione, la dichiarazione di Barroso è sembrata un'esortazione, tenuto conto di come nelle raccomandazioni Bruxelles insista sulle perduranti difficoltà ad attuare pienamente le misure di riforma.

Indirettamente, la presa di posizione del presidente della Commissione è stata anche una risposta a Guenther Oettinger. In un intervento a Bruxelles<sup>25</sup>, il commissario tedesco all'Energia ha indicato che Italia, Bulgaria e Romania sono Paesi «poco governabili». Da Berlino, il governo federale ha preso le distanze dall'uomo politico democristiano: «Non mi sentirete mai fare dichiarazioni simili riguardo all'Italia», ha dichiarato il portavoce Steffen Seibert.

Nelle prossime pagine, vedremo ora “il nostro futuro” (o quello che dovrebbe essere), ovvero analizzeremo più nello specifico le raccomandazioni che la Commissione Europea ha pubblicato nei confronti dell'Italia.

---

<sup>25</sup> Fonte: il quotidiano tedesco “Bild”

Le raccomandazioni all'Italia della Commissione Europea sono sei:

- 1) Conti pubblici: continuare sulla strada del risanamento. La Commissione prende atto delle «misure significative» adottate dall'Italia per portare il deficit sotto il 3% del PIL: chiede di portare avanti l'aggiustamento strutturale con un ritmo adeguato e mediante un risanamento di bilancio favorevole alla crescita, e di realizzare gli avanzi primari strutturali programmati per portare l'elevatissimo debito pubblico su uno stabile percorso di discesa. Perseguendo un miglioramento duraturo dell'efficienza e la qualità della spesa pubblica a tutti i livelli amministrativi.
- 2) Settore pubblico: riforme tempestive in nome dell'efficienza. Nell'ambito dell'amministrazione pubblica, la Commissione raccomanda di migliorare il coordinamento fra i livelli amministrativi; semplificare il quadro normativo per cittadini e imprese; abbreviare la durata dei procedimenti civili e ridurre l'alto livello di contenzioso; potenziare il quadro giuridico relativo alla repressione della corruzione, anche rivedendo la disciplina dei termini di prescrizione; migliorare la gestione dei fondi della Ue nelle regioni del Mezzogiorno.
- 3) Sistema bancario: sostenere il credito alle attività produttive. Nel settore bancario, la Commissione invita a promuovere pratiche di governo societario che sfocino in una maggiore efficienza e redditività, per sostenere il flusso del credito alle attività produttive; a proseguire i lavori di controllo qualitativo delle attività in tutto il settore agevolando la risoluzione dei prestiti in sofferenza iscritti nel bilancio delle banche; a promuovere maggiormente lo sviluppo dei mercati dei capitali per diversificare e migliorare l'accesso delle imprese ai finanziamenti.

- 4) Mercato del lavoro: allineare i salari alla produttività. Il quarto punto delle raccomandazioni chiede all'Italia di puntare a un migliore allineamento dei salari alla produttività, di realizzare ulteriori interventi a promozione della partecipazione al mercato del lavoro, specialmente quella delle donne e dei giovani anche attraverso il miglioramento dell'offerta dei servizi di assistenza alla persona e di doposcuola, intensificando gli sforzi per scongiurare l'abbandono scolastico e migliorare qualità e risultati della scuola.
- 5) Carico fiscale: ridurre la pressione sul lavoro. La Commissione chiede di trasferire il carico fiscale da lavoro e capitale a consumi, beni immobili e ambiente assicurando la neutralità di bilancio: rivedendo l'ambito di applicazione delle esenzioni e aliquote ridotte dell'IIVA e delle agevolazioni fiscali dirette; procedendo alla riforma del catasto allineando estimi e rendite ai valori di mercato; proseguendo la lotta all'evasione fiscale, migliorando il rispetto dell'obbligo tributario e contrastando in modo incisivo l'economia sommersa e il lavoro irregolare.
- 6) Servizi: più concorrenza sul mercato. In tema di servizi e industrie di rete la Ue raccomanda l'apertura dei mercati a maggiore concorrenza, eliminando le restrizioni che restano nei servizi professionali e promuovendo l'accesso al mercato. Si chiede di dare priorità alla costituzione dell'Autorità di regolamentazione dei trasporti, di potenziare la capacità infrastrutturale concentrandosi sulle interconnessioni energetiche, sul trasporto intermodale e, nelle telecomunicazioni, sulla banda larga ad alta velocità.

Alla luce di queste nuove considerazioni, è comunque bene comprendere meglio quali siano gli elementi chiave, se non per risolvere il problema del debito, almeno per poterlo sostenere. Lo faremo nel prossimo paragrafo, grazie anche ad un confronto tra Giappone (il Paese con il più alto del mondo rapporto tra debito pubblico aggregato e PIL) ed Italia.

Per ciò che concerne il debito pubblico giapponese, riprendendo il discorso riguardante le banche centrali, possiamo intanto dare una importante anticipazione (nonché un rapido aggiornamento), in merito alle politiche di politica economica e monetaria del Paese del Sol Levante, chiudendo così il cerchio dei ragionamenti sul cannibalismo finanziario dei *rentier*, di cui abbiamo già detto. Ebbene, il G7 appena concluso sotto la presidenza inglese ha preso atto senza fiatare del colossale stimolo monetario giapponese<sup>26</sup> (la cosiddetta “Abeconomics”, dal nome del neo primo ministro giapponese), che ha già spinto il Nikkei a livelli record e lo yen al ribasso del 25%.

Il piano di acquisto di titoli di Stato da parte della BOJ ammonta a 145 miliardi di dollari, attivando investimenti per 170 miliardi, ripartiti equamente tra bilancio statale e aziende private, in tecnologie energetiche all'avanguardia, opere di prevenzione delle catastrofi naturali e di ricostruzione. Sono previsti 600 mila nuovi posti di lavoro: altro che riduzione a livelli cinesi delle retribuzioni, redditi di cittadinanza e *minijob* propagandati in Europa. Del debito pubblico il Giappone sembrerebbe non curarsi: stampa moneta, come fanno la FED e la Banca d'Inghilterra.

---

<sup>26</sup> Fonte: Milano Finanza, versione cartacea del giorno 14 Maggio 2013, articolo di Guido Salerno Aletta.

*1.2) Elementi chiave per la sostenibilità del debito: un breve sguardo anche all'estero (il particolare caso del Giappone, confrontato con l'Italia)*

Il rapporto debito su PIL viene in maniera sovente utilizzato quale indicatore della solidità di una nazione e, ovviamente, non si può prescindere dal citare tale rapporto in un'analisi del debito pubblico più approfondita. La tabella<sup>27</sup> che segue, riporta un rapido confronto con il rapporto tra il debito aggregato e il PIL di altri importanti Stati (le dieci economie considerate più mature a fine 2011):

Nazione	Rapporto debito aggregato su PIL
<i>Giappone</i>	512%
Regno Unito	507%
<i>Spagna</i>	363%
Francia	346%
<i>Italia</i>	314%
Corea del Sud	314%
<i>Stati Uniti</i>	279%
Germania	278%
<i>Australia</i>	277%
Canada	276%

Su tutti, spicca il Giappone, con il rapporto più alto. Nel precedente paragrafo si era già accennato al caso giapponese: quando si tratta un argomento così vasto e globale quale il rischio di default, non a caso viene spesso citato il rapporto debito su PIL del Giappone, un caso emblematico che in questa sede ci sarà utile come confronto per poter dedurre alcune semplici indicazioni che possano quantomeno spiegare a grandi linee quali

---

<sup>27</sup> Fonte: Haver Analytics, National central banks, McKinsey Global Institute

siano le determinanti fondamentali per poter definire veramente “a rischio di default” uno Stato.

Anzitutto, la prima considerazione, che ha quasi del clamoroso, è che il Giappone è considerato uno Stato relativamente solido, ben più solido dell'Italia, nonostante il suo debito sia così elevato ed in costante crescita (a fine 2011 sulle spalle di ogni cittadino giapponese gravava un debito di \$86.262<sup>28</sup>). Eppure il rating giapponese sembrerebbe non risentirne, non solo: parrebbe immune dalla morsa delle speculazioni e delle società di rating.

Risulta allora lapalissiano come una mera quantificazione in valore assoluto del debito pubblico non sia di per sé sufficiente per spiegare l'affidabilità di una nazione, né tantomeno basti riportare tale valore alla produzione interna di un Paese.

Le differenze tra i 2 Paesi sono rapidamente riassunti nella seguente tabella<sup>29</sup>:

	Italia	Giappone
Chi detiene il debito	56% Italia	95% Giappone
Tasso di interesse medio sul debito <sup>30</sup>	4%	0,5%
Imposizione fiscale <sup>31 e 32</sup>	55%	43%
Disponibilità all'acquisto di nuovi bond	Bassa	Alta
Dis/avanzo commerciale	Disavanzo	Avanzo
Propensione al risparmio <sup>33</sup>	Forte (8,3%)	Forte (ma in ribasso)

<sup>28</sup> Fonte: <http://intermarketandmore.finanza.com>

<sup>29</sup> Altre fonti utilizzate: <http://www.fiscooggi.it/dal-mondo/schede-paese/articolo/scheda-paese-il-giappone> (fonte originale, in giapponese: [www.mof.go.jp](http://www.mof.go.jp) e [www.nta.go.jp](http://www.nta.go.jp))

<sup>30</sup> Per aggiornamenti: <http://www.rendimentobtp.it/>

<sup>31</sup> Fonte: [http://www.corriere.it/economia/12\\_luglio\\_19/confcommercio-nota-evasione-sommerso\\_26b41b1e-d178-11e1-aa2d-fec7547fb733.shtml](http://www.corriere.it/economia/12_luglio_19/confcommercio-nota-evasione-sommerso_26b41b1e-d178-11e1-aa2d-fec7547fb733.shtml)

<sup>32</sup> Fonte: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>

<sup>33</sup> Fonte: <http://www.istat.it/it/archivio/consumi>



Gli elementi chiave che, dunque, permettono ad un Paese (e, nella fattispecie citata, in particolar modo al Giappone) la sostenibilità del debito sono essenzialmente i seguenti:

- I. I soggetti che detengono il debito: il caso nipponico è *davvero* emblematico, poiché i giapponesi possiedono il 95%<sup>34</sup> del proprio debito pubblico mentre, come avevamo visto nel precedente paragrafo, solo il 56% del debito italiano è in mani italiane. Ciò implica, peraltro, un fattore di vitale importanza: quasi il totale azzeramento del rischio di speculazione.

Ecco perché è *così importante* conoscere chi detiene il proprio debito ed è da questa considerazione che bisogna sempre iniziare.

- II. Il tasso di interesse: da anni, la politica monetaria del Giappone è mirata verso la deflazione. Pertanto, il Giappone paga sul debito più alto al mondo il tasso più basso al mondo, lo 0,5%. Questo gli permette di non aggravare in maniera ulteriore ed eccessiva la propria posizione debitoria. Considerando un ammontare di debito così grande, l'aumento dei tassi d'interesse anche ad un solo punto percentuale rappresenterebbe per il Paese nipponico un raddoppio della spesa per interessi che renderebbe necessarie altre misure di aggiustamento strutturale per il controllo del deficit, che innescerebbero tra l'altro un cospicuo "effetto contagio" sulle altre *asset class* interne al Paese. Si innescerebbe così una spirale negativa a noi ben nota. Per la prima volta da anni, molte autorevoli voci tra gli economisti (tra cui l'autorevole Jim O'Neill<sup>35</sup>) e periodici quali "The Economist"<sup>36</sup> cominciano a

---

<sup>34</sup> Fonte: <http://it.adviseonly.com/blog/economia/>

<sup>35</sup> L'ex direttore della Goldman Sachs (la principale banca di investimenti mondiale, insieme con la Morgan & Stanley), che ha operato presso la Banca d'America, presso un gruppo di ricerca della Swiss Bank corporation, ed è stato inserito nel 2011 tra le 50 persone più influenti del mondo dal Bloomberg Market Magazine (fonte: wikipedia, traduzione dall'inglese).

<sup>36</sup> Fonte: <http://www.economist.com/node/21542794>

pensare che i tassi giapponesi, tra qualche anno, potrebbero salire, se non a livelli italiani, comunque almeno intorno al 3,5%: se il deficit continuerà a salire, il governo giapponese potrebbe essere costretto a collocare più debito presso gli investitori stranieri i quali, data la concorrenza dei tassi europei, non si accontenterebbero dei livelli di rendimento attuali.

- III. L'imposizione fiscale: in Giappone essa è così bassa che ci sarebbero ampi spazi per aggiustare la situazione aumentando le tasse, specie sui consumi. Naturalmente i vincoli sono politici, poiché si tratterebbe di misure alquanto impopolari. Questo punto aggrava invece ulteriormente le considerazioni sul debito italiano, visto che, come ormai tutti sanno, la pressione fiscale nello stivale è ai massimi storici (anche per via della “famosa IMU”) e, quasi senza ombra di dubbio, un ennesimo aumento sarebbe insostenibile.
- IV. Disponibilità all'acquisto di nuovi bond: la popolazione giapponese ha fatto capire chiaramente che, comunque vada, saranno sempre disponibili a rinnovare ed acquistare ulteriori buoni statali. Questo permette di continuare a finanziarsi, perpetrando un meccanismo ormai ben oliato, sincronizzato con gli altri strumenti strutturali e sinora risultato efficiente, a differenza di quanto accade in Italia.
- V. L'avanzo o il disavanzo commerciale: solo nel 2011, per la prima volta, in Giappone si è registrato un disavanzo. Tuttavia, questo è stato conseguenza di fattori contingenti quali il terremoto, l'aumento del livello delle importazioni petrolifere a seguito dello stop al nucleare e soprattutto la forza dello Yen che ha negativamente condizionato l'export. Al contrario, l'Italia è un Paese connotato da sempre da un forte disavanzo.

VI. La propensione al risparmio: questo influenza, ovviamente, la possibilità o meno di collocare nuovi titoli in futuro. Il Giappone ha potuto godere a lungo di bassi tassi di interesse per via dell'alta propensione al risparmio dei giapponesi: il popolo estremo-orientale comprava diligentemente debito pubblico locale, anche grazie all'inflazione negativa, che garantiva un rendimento reale positivo anche con tassi di interesse allo zero. Tuttavia questa situazione è destinata a mutare per via dell'invecchiamento della popolazione: chi arriva nell'ultima fase della propria vita smette di lavorare e comincia ad utilizzare i propri risparmi, ovvero vende i titoli del debito pubblico per consumare. Vendere debito pubblico (e smettere di acquistarlo) significa però spingere i tassi di interesse al rialzo<sup>37</sup>.

Da questa prima breve analisi della sostenibilità del debito pubblico, parrebbe chiaramente emergere una situazione favorevole per il Giappone (e pessima per l'Italia). Non soltanto: il debito giapponese godrebbe all'apparenza di un'adeguata sostenibilità.

Eppure, cionondimeno, non mancano le critiche nei confronti del sistema di debito nipponico; peraltro, non giungono da un'analista esterno o un giornalista straniero, bensì dallo stesso Governatore della Banca del Giappone: Haruhiko Kuroda<sup>38</sup>. In una recente (Marzo 2013) audizione parlamentare, egli è persino arrivato a definire “abnorme e non sostenibile” il debito del suo Paese, così riconoscendo la necessità impellente di porre un occhio di riguardo nei confronti della situazione delle finanze pubbliche: un invito rivolto soprattutto al Governo dell'attuale premier Shinzo Abe.

Kuroda, che probabilmente varerà a breve nuove misure aggressive di politica monetaria, non esclude che, altrimenti, i mercati possano perdere

---

<sup>37</sup> Fonte: <http://it.ibtimes.com/articles/49720/20130529/che-cosa-abenomics-kuroda-abe-giappone.htm>

<sup>38</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-03-28/kuroda-debito-giapponese-sostenibile-131656.shtml>

fiducia nelle istituzioni nipponiche, anche in un futuro non troppo lontano. Una simile perdita in termini di credibilità potrebbe risultare catastrofica, sino a causare un forte rialzo dei tassi di interesse. Con questo messaggio, non solo viene esclusa la possibilità di radicali cambiamenti nella politica monetaria (quali la monetizzazione del debito o l'acquisizione di debito pubblico straniero da parte della BoJ), ma si pone l'accento sulla necessità di allentamenti nella nuova politica monetaria del Giappone, peraltro già giudicati favorevolmente dall'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico), che vedrebbe nel binomio Usa-Giappone il motore fondamentale per la ripartenza delle economie mondiali. Il Governatore della Banca del Giappone ha così confermato la tendenza espansiva delle prossime manovre, seppure "in maniera bilanciata".

È quindi evidente, tornando al confronto con l'Italia, che la soluzione ai problemi nostrani non possa essere "una mera copia di quanto è stato fatto dal Giappone", in quanto per nulla esente da grandi problematiche.

L'argomento è di grande attualità e c'è, infatti, anche chi non vedrebbe di buon occhio un maggior impegno da parte delle banche italiane nel debito pubblico del nostro Paese. Il 15 Ottobre 2012, Loretta Napoleoni<sup>39</sup> ha pubblicato un breve articolo<sup>40</sup> in cui sostiene che "si sta cercando di trasformare l'Italia, ma anche la Spagna, in una sorta di nuovo Giappone, dove quasi il 100% dell'indebitamento dello Stato viene sottoscritto dalle banche nazionali o dalla stessa popolazione." Secondo l'autrice, poiché negli ultimi due anni le banche italiane stanno riacquistando il debito pubblico italiano, continuando di questo passo, "se l'Italia si troverà al centro di una grave crisi in cui dovrà fare un default, chi pagherà quel default saremo noi."

---

<sup>39</sup> Autrice del libro: *"La Morsa, Vere Ragioni della crisi mondiale"*, Chiarelettere, 2009

<sup>40</sup> Fonte: <http://www.cadoinpiedi.it>

### 1.3) *Uno sguardo alle banche italiane*

Secondo quanto riportato in un articolo di Marco Ferrando del 18 giugno 2013, la fiducia delle banche straniere sull'Italia resta, ma è a tempo<sup>41</sup>.

Come una specie di “linea di credito” a brevissimo termine, per usare il paragone, del tutto pertinente visto che si parla di banche, del presidente dell'AIBE<sup>42</sup>, Guido Rosa. A Milano, a Palazzo Mezzanotte, l'associazione ha presentato il suo tradizionale rapporto annuale e dai dati emergono due tendenze in atto, che solo in parte sembrano contraddirsi: la scelta di non interrompere il sostegno al Paese, ma anche quella di rivedere nella sostanza la propria presenza, limitandola là dove i rischi sono considerati più alti.

Morale: «Finora le banche estere si sono "fidate" della messa in sicurezza dei conti pubblici, e delle garanzie offerte dalla BCE. – Osserva Rosa. – Ma ora sono in attesa che l'Italia faccia le riforme promesse, in fretta. Perché sanno bene che in assenza di una revisione completa delle regole del gioco, a partire dall'alleggerimento della burocrazia, il Paese è destinato a implodere».

La fotografia AIBE mostra un sistema, articolato in 102 soggetti tra banche estere e filiazioni, impegnato anzitutto a difendere le posizioni acquisite in passato. A partire dall'avamposto per eccellenza, quello delle filiali *retail*: a fine 2012 gli sportelli battenti bandiera non italiana presenti nel paese erano 2.300, qualche unità in più rispetto al 2011, e qui c'è un primo dato in controtendenza rispetto al sistema, se si considera che in 12 mesi ha perso 726 unità su un totale di 33.607. Guardando, più in generale alla quota sugli attivi, le banche estere oggi valgono il 16,1% del sistema bancario italiano, l'1,4% in meno di un anno prima. Un passo indietro, dunque, frutto però di scelte differenti su fronti diversi: così, se si guarda agli impieghi, il flusso segna una riduzione del 2,2%, più elevato della media

---

<sup>41</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-06-17/crescere-defilarsi-banche-estere-214909.shtml>

<sup>42</sup> L'associazione banche estere in Italia: [www.banchestere.it](http://www.banchestere.it)

dello 0,2%; tuttavia, qui si registra un incremento di quasi sette punti degli impieghi a favore di famiglie (dove la quota di mercato si attesta al 22%) e banche (26%), mentre il segmento corporate segna una contrazione del 3,6% e una quota di mercato che scende sotto il 12%.

Per quanto riguarda il debito pubblico, nel 2012 lo stock medio dei titoli detenuto da soggetti non residenti è risultato pari al 40% (720 miliardi di euro), in calo dal 45% di un anno fa. Tuttavia, a metà 2012 qualcosa è cambiato, se è vero, come sottolinea l'AIBE, che l'esposizione complessiva del settore pubblico italiano è cresciuta di 6 miliardi di dollari: a un calo di 11,2 miliardi nel primo semestre, ha fatto seguito un incremento di 17,2 miliardi tra giugno e dicembre dell'anno scorso. «Questo trend ha probabilmente riflesso le mutate strategie dei principali operatori bancari internazionali nei confronti del debito pubblico italiano, passate da esigenze di disinvestimento per contenere l'esposizione al rischio sovrano, alla valutazione delle opportunità di investimento».

In considerazione del fatto che sono pur sempre le banche italiane a detenere la quota più alta di debito pubblico, sarà bene approfondirne l'affidabilità e la solvibilità, anche per ciò che riguarda una loro valutazione in ambito internazionale. Rispetto alle banche straniere, tendenzialmente quelle italiane sono di solito ritenute essere più sicure, per due fondamentali motivazioni:

- A differenza di altre banche (soprattutto quelle americane che hanno la tendenza a prestare denaro anche in ragione di meri progetti di investimento, talvolta non senza risultati tragici come i ben noti recenti fallimenti), le banche italiane richiedono molte più garanzie reali in cambio di un prestito di denaro (per esempio, le ipoteche), risultando in tal modo più sicure, in quanto dotate di una copertura anche in caso di bancarotta dell'azienda a cui il denaro stesso è stato prestato.

- Ricorrono in maniera meno assidua ad investimenti in titoli “ad alto rendimento e ad alto rischio”<sup>43</sup>.

Ciò nonostante, il recente aumento dello spread con i *Bund* tedeschi ha sottolineato una crescente disaffezione degli investitori esteri verso i titoli di Stato italiani. Tale disaffezione comporterà un maggior contributo delle banche domestiche alle esigenze di finanziamento del debito italiano, incrementando il rischio che il sistema bancario sia esposto a pressioni in caso di nuovi rialzi dei rendimenti.

È questo il quadro delineato dal *Global financial stability report* (GFSR) del Fondo monetario internazionale pubblicato il 2 Maggio 2012 e stima, nella situazione attuale, un assorbimento da parte del sistema bancario domestico di circa 223 miliardi di euro di titoli di Stato della Repubblica nel corso dell'anno.

“Italia e Spagna si finanziano sul mercato a tassi inferiori a quelli osservati alla fine del 2011, quindi nell'immediato i costi marginali di finanziamento non pongono rischi alla sostenibilità del debito - si legge nel rapporto. Tuttavia - prosegue il report - le attuali fragilità lasciano i mercati obbligazionari esposti a rinnovate tensioni: notizie negative o improvvise inversioni del clima potrebbero velocemente spingere al rialzo i rendimenti”.

Un'eventualità, quest'ultima, che, secondo il Fondo, oltre ad erodere ulteriormente la base degli investitori, “intensificherebbe gravemente le pressioni sugli investitori nazionali”. Per l'organismo di Washington, nelle condizioni attuali, assunte come scenario base, in cui “è scongiurato il rischio sistemico ma restano tensioni”, le banche italiane dovranno sopperire al ritiro degli esteri acquistando quest'anno titoli pubblici per 223 miliardi e portando la loro esposizione ai titoli di Stato italiani all'8,8%. In base alle stime del Fondo, nel terzo trimestre del 2011 la percentuale di debito italiano detenuta dagli investitori esteri è scesa al 37% da circa 43% del trimestre precedente.

---

<sup>43</sup> L'unico “caso a parte”, quello della Banca Monte dei Paschi di Siena, sarà analizzato più avanti.

Il documento del Fondo Monetario Internazionale prosegue così: “L'ombra del *credit crunch*<sup>44</sup> rischia di bloccare le speranze di ripresa dell'Eurozona e, se le tensioni sui debiti sovrani non rientreranno, gli impieghi potrebbero segnare una contrazione fino al 4,4% nel giro di due anni. Nello scenario base, le 58 principali banche europee potrebbero dover ridurre il proprio stato patrimoniale di 2.600 miliardi di dollari entro la fine del 2013, un valore pari a quasi il 7% dei propri attivi.

Circa un terzo di questo *deleveraging*<sup>45</sup> - afferma il documento - “avverrà attraverso una riduzione dei prestiti, mentre il resto si baserà su vendita di titoli e di asset non *core*”. L'impatto sull'offerta di credito nell'area dell'euro, calcola il Gsfr, è pari a circa l'1,7% rispetto agli attuali livelli e “il taglio maggiore” è destinato a colpire “i Paesi dell'area euro ad alto spread”. Ma proprio le tensioni sul mercato dei titoli di Stato rischiano di far precipitare ulteriormente la situazione. “Ulteriori stress sul sistema bancario”, avverte il Rapporto, “potrebbero costringere le banche ad accelerare il processo di *deleveraging*”. Di conseguenza, le banche europee dovrebbero raccogliere altri 1.200 miliardi di dollari rispetto allo scenario base entro la fine del 2013, pari a un ulteriore 3% di attivi. Questo potrebbe ridurre l'offerta di credito nell'area dell'euro del 4,4% e il PIL dell'1,4% nel giro di due anni.

“In questo momento le banche globali stanno attuando una massiccia azione di *deleveraging* per rafforzare i propri bilanci in virtù di nuovi vincoli di capitale imposti dalle autorità.” Secondo il Fondo monetario internazionale, “le banche europee avrebbero bisogno di scaricare dai loro bilanci *asset* finanziari per 2,6 trilioni di dollari, il 7% dei propri *asset* entro

---

<sup>44</sup> Contrazione del credito. Congiuntura economica in cui è difficile reperire capitale d'investimento da parte di banche o investitori a causa della loro sfiducia nel mercato. La scarsità di finanziamenti a salire il costo del credito e rende difficile per le imprese accedervi. Definizione de “Il Sole 24 Ore”.

<sup>45</sup> *Leverage* vuole dire “leva finanziaria”, ovvero indebitamento. *Deleveraging* è, appunto, quel processo di riduzione della leva finanziaria, di riduzione del debito. Disinvestimenti per ridurre la leva finanziaria a cui è esposto il capitale proprio. Fonte: “ilsole24ore.com”, 24 Aprile 2012.



la fine del 2013”. Inoltre, per le banche europee una tappa importante è attesa a giugno. In questo mese infatti è fissata dall'EBA (European Banking Authority) la scadenza per la verifica dei requisiti di capitale delle banche.

Tuttavia, il FMI fa notare che le operazioni di *deleveraging* sincronizzato tra gli istituti non sono assolutamente privi di rischi: potrebbero costituire la scintilla di nuove instabilità finanziarie. L'operazione massiccia di *deleveraging* è anche considerata tra le “principali cause” dei recenti cali sui mercati finanziari. Dovendo cedere titoli piuttosto che comprarne, gli istituti di credito favoriscono un eccesso dell'offerta sulla domanda comportando una riduzione del valore delle quotazioni. Ecco il circolo vizioso: le autorità impongono alle banche di fare pulizia e quindi di ridurre la leva finanziaria a cui è esposto il capitale proprio. Il *deleveraging* però impatta inevitabilmente sui mercati finanziari riducendo le quotazioni degli strumenti finanziari. Una riduzione delle quotazioni comporta a sua volta una svalutazione in portafoglio dei titoli che restano nel portafoglio degli istituti.

Tali svalutazioni compromettono la tenuta dei rating delle banche e quindi, in ultima analisi, la loro capacità di concedere prestiti a imprese e famiglie.

Secondo il direttore generale dell'ABI, Giovanni Sabatini<sup>46</sup>, il rischio di contagio per le banche italiane non esiste ed i risparmiatori ripongono ancora fiducia nei nostri istituti di credito. Lo ha dichiarato recentemente in un'intervista in TV; a sostenere la medesima tesi è stato anche il direttore generale Gianfranco Torriero: «Cipro<sup>47</sup> è stato un caso particolare, totalmente autonomo, e verrà risolto in maniera specifica. Un caso non assimilabile a nessun Paese dell'Europa continentale.» E a dimostrazione di come la situazione sia del tutto differente, entrambi rimandano ai risultati del rapporto di marzo curato dalla medesima associazione, in cui in particolare si legge

---

<sup>46</sup> Fonte: “La Stampa”, versione cartacea del giorno 20 Marzo 2013, art. di Francesco Spini

<sup>47</sup> Di cui tratteremo alla fine del terzo capitolo.

come a febbraio la raccolta complessiva da clientela delle banche italiane salga del 2,65%, a quota 1.759,5 miliardi di euro. Ma a colpire è soprattutto il dato sui depositi: questi – nello stesso periodo – balzano del 7,31% a 1.195,4 miliardi. Un vero e proprio boom, con la crescita più alta dal novembre del 2008. E che segnala anche l'incertezza dei risparmiatori nell'allocare i propri risparmi, anche alla luce del Limbo in cui il risultato elettorale<sup>48</sup> ha cacciato il Paese. La raccolta in obbligazioni bancarie, e dunque, a più lungo termine, invece soffre, scivolando del 6%, a 564 miliardi.

Il ritratto del sistema bancario eseguito dall'ABI, come sempre, è in chiaroscuro. Da un lato l'ammontare dei prestiti erogati alla clientela è stato pari a 1.917,3 miliardi di euro, e dunque superiore alla raccolta totale.

Guardando alla dinamica dei finanziamenti, si vede come quelli indirizzati all'intero settore privato siano solo all'1,2%. Ma se si stringe il campo ai finanziamenti a famiglie e imprese non finanziarie si continua a registrare una decisa frenata, pari al 2,84% tendenziale, in linea col -2,79% di inizio anno. Sul dato, ricorda l'ABI, incide la forte contrazione degli investimenti: posto uguale a 100 il valore reale degli investimenti fissi lordi al primo trimestre 2008 (inizio crisi) nel quarto trimestre del 2012 l'indice era a 76,4 con una perdita cumulata di oltre 23 punti. Per contro i tassi di interesse si assestano un po'. Quello sulle nuove operazioni di finanziamento alle imprese scende al 3,5% (dal 3,62%), mentre il tasso sulle nuove operazioni per acquisto di abitazioni si porta al 3,73%. Con il progredire della crisi, con l'accumularsi dei ritardi nei pagamenti della pubblica amministrazione, cresce il numero di chi non ce la fa ad onorare i propri debiti. Ed ecco quindi il grande problema che sta avendo notevoli riflessi anche sui bilanci degli istituti, costretti ad aumentare gli accantonamenti: i crediti problematici. A gennaio si registra un nuovo picco delle sofferenze lorde, che risultano pari a 126,1 miliardi di euro, in crescita di altri 1,2

---

<sup>48</sup> Sino all'insediamento del Governo Letta.

miliardi rispetto al mese precedente e di quasi 19 miliardi da gennaio 2012 (+17,5%). Dal 2009 il dato è sostanzialmente triplicato. Le sofferenze al netto delle svalutazioni invece tra dicembre e gennaio scendono leggermente, poco sotto la soglia dei 64 miliardi, ma l'incremento annuo è del 28,8%.

Il rapporto tra sofferenze nette e impieghi totali si colloca al 3,5% contro il 2,59% di un anno prima. Livelli elevati, ammette Torriero, «ma siamo ancora lontani dai massimi degli anni '90. Prevediamo un aumento ma non c'è ancora allarme.»

Anche il vicesegretario OCSE, Pier Carlo Padoan, in una recente intervista per "Il Messaggero"<sup>49</sup>, nega la possibilità di un contagio per l'Italia: «Non c'è nessuna ragione per credere che sia possibile un effetto contagio nell'Eurozona [...], ripeto, non c'è nessun rischio per i conti correnti degli italiani. Il rischio di un contagio era ben più marcato un anno fa, poi con le decisioni assunte dalla BCE, ovvero con il paracadute voluto dal presidente Mario Draghi per contrastare gli attacchi verso Paesi maggiormente indebitati, la situazione è tornata sotto controllo. [...] I timori di possibili interventi sui conti correnti sono fuori luogo, ragionevoli ma non realistici. La vera domanda a cui rispondere è se il debito dell'Italia è sostenibile. E la risposta è che la situazione è pienamente sostenibile, sotto controllo. Certo, è necessario che il Paese continui a crescere, a svilupparsi perché è il solo in questo modo che si possono onorare i debiti. Pertanto va proseguita la strada delle riforme avviate, puntando allo sviluppo e alla crescita dell'economia e dell'occupazione. »

E sul fronte dell'Unione Bancaria, Padoan ha detto: «Il caso Cipro deve spingere in direzione di una completa Unione Bancaria in Europa, a cominciare dai meccanismi di assicurazione dei depositi.»

---

<sup>49</sup> Fonte: "Il Messaggero", versione cartacea del giorno 20 Marzo 2013, art. di Umberto Mancini

#### 1.4) *Il credit crunch*

Meno 44 miliardi<sup>50</sup>: di tanto sono crollati l'anno scorso i prestiti delle banche alle imprese italiane, stima Standard & Poor's. Se alla cifra si aggiungono gli oltre 90 miliardi di pagamenti pregressi della pubblica amministrazione, che finalmente dovrebbero cominciare a essere erogati, si ha un'idea un po' più realistica dell'asfissia finanziaria che soffoca industria ed economia.

«Ormai rischiano di fallire le aziende sane» ha avvertito il Centro studi di Confindustria. Il problema non è solo italiano, è europeo. Ed è ormai il problema numero uno. Ora che la morsa del rigore UE si stempera nel tempo perché si sono toccate con mano le pesanti controindicazioni della somministrazione in dosi da cavallo, viene a galla la questione delle banche: fragilità strutturale, *asset* spesso opachi, insufficiente patrimonializzazione, allergia ai rischi in tempi di recessione. Così il denaro non circola e non alimenta come dovrebbe l'economia europea, nonostante l'alluvione di liquidità che la BCE ha immesso nel sistema: 140 miliardi solo in Italia, ha ricordato il ministro Fabrizio Saccomanni. Così il *credit crunch* prende in ostaggio, soprattutto nell'euro-sud, le prospettive di crescita.

E non potrebbe essere altrimenti, vista la struttura del settore finanziario in Europa, di gran lunga dominato dalle banche, a differenza di quanto accade negli Stati Uniti. I crediti bancari negli Usa rappresentano meno di un terzo del totale dei finanziamenti, che per metà arrivano da assicurazioni e fondi pensioni e per il resto dai fondi di investimento.

In Europa solo il Lussemburgo ha un modello simile a quello americano. In Germania le banche forniscono i due terzi del finanziamento all'economia, più o meno come in Francia. In Italia la percentuale sfiora l'85%, in Spagna il 90%.

---

<sup>50</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del giorno 6 Giugno 2013, art. di Adriana Cerretelli

Con questi numeri, se il rubinetto si blocca, è inevitabile che i contraccolpi sulla crescita economica diventino ancora più letali di quelli del rigore a senso unico. Come se ne esce è cosa nota: integrazione e modernizzazione del settore a livello europeo insieme a ristrutturazione e ricapitalizzazione degli istituti, quando e dove necessario, regole UE sempre più omogenee e trasparenti. Se ne esce con l'Unione Bancaria: rotture del legame tra crisi finanziaria e sovrana, supervisione unica sotto l'egida della BCE, un meccanismo adeguato di risoluzione e la garanzia comune sui depositi. «Gli Stati Uniti ci hanno messo 60 anni per arrivare alla supervisione bancaria unica. In Europa ce ne metteremo 2, visto che scatterà dall'estate 2014» sottolineava ieri un diplomatico europeo. Per il fondo di risoluzione ci vorranno dai 15 ai 20 anni secondo i tedeschi ma nel frattempo si potrà procedere con una formula mista, che prevedeva finanziamenti nazionali da parte dei Paesi interessati all'operazione (con decisione all'unanimità) e finanziamenti europei targati ESM. Per ora invece niente garanzia comune sui depositi.

È evidente che con questa Unione Bancaria, più di nome che di fatto, il recupero della fiducia perduta in Europa resterà in *stand-by* ancora per molto tempo. Come le banche, anche la Germania e i Paesi nordici restano allergici al rischio. Anzi, nella stretta del credito vedono lo strumento che, insieme al rigore, potrebbe operare una salutare selezione darwiniana tra imprese e servizi per salvare solo i più competitivi. In breve, "*à la guerre comme à la guerre*", tanto più se, come prevede Pascal Lamy, il direttore generale WTO, il 90% della crescita mondiale nei prossimi avverrà fuori dall'Europa. Così si ragiona a Berlino, che non a caso rema contro i progetti di Mario Draghi per dare un po' di respiro alle piccole e medie imprese in sofferenza.

Sul *credit crunch*, Squinzi ha insistito sull'importanza del pagamento dei debiti della Pubblica amministrazione.

«Ci sono 40 miliardi in due anni, ma bisogna andare avanti, visto che la stima è di circa 100 miliardi<sup>51</sup>.»

Confindustria punta alla collaborazione con l'ABI e Squinzi è convinto che le imprese debbano anche ricapitalizzarsi e che vadano individuati strumenti di finanziamento alternativi rispetto alle banche.

Il 21 Giugno 2013, è arrivato il “sì” dell'Eurogruppo alla ricapitalizzazione diretta delle banche, anche se a precise condizioni<sup>52</sup>. È arrivato il via libera per la ricapitalizzazione diretta delle banche da parte del Fondo Salva Stati Europeo. I ministri delle finanze di 17 Paesi della moneta unica, riunitisi a Lussemburgo, hanno applaudito all'accordo raggiunto, che segna un altro passo in avanti verso l'Unione Bancaria, che permette il rifinanziamento degli istituti di credito senza dover pesare sulle finanze pubbliche degli Stati.

«Il ricorso a questo strumento sarà tuttavia sottoposto a precise restrizioni» - ha spiegato il presidente dell'Eurogruppo, l'olandese Jeroen Dijsselbloem.

Non verranno destinati più di 60 miliardi di euro per le banche di tutta Eurolandia: una cifra contenuta, se si pensa che, fino ad oggi, la sola Spagna ne ha ottenuti fino a 100.

«La notizia non deve creare false aspettative» - ha ribadito il ministro Federale delle Finanze tedesco, Wolfgang Schäuble. - «Non sarebbe logico che qualsiasi banca bisognosa di capitali pensasse di poter semplicemente rivolgersi al Fondo Salva Stati.»

L'Ecofin discuterà il modo in cui gestire la ristrutturazione delle banche in crisi, un tema su cui gli Stati membri sono molto divisi.

---

<sup>51</sup> Fonte: “Il Sole 24 Ore”, versione cartacea del giorno 30 Maggio 2013, articolo di Nicoletta Picchio

<sup>52</sup> Fonte: EuroNews

### *1.5) Il recentissimo caso della MPS: brevi cenni<sup>53</sup>*

Le probabilità di realizzare tanti investimenti sbagliati tutti in fila, come è accaduto al Montepaschi dal 2006, erano più o meno le stesse di fare “zero” alla schedina del Totocalcio. L’istituto ha perso centinaia di milioni colmati ora con 500 milioni di euro di Monti-bond aggiuntivi. Crolla in borsa il titolo MPS (-8,4%), dopo lo scandalo-derivati mentre è polemica sulle responsabilità. I principali soci dell’istituto studiano un’azione di responsabilità verso gli ex dirigenti. Indaga Bankitalia: «La vera natura di alcune operazioni è emersa solo di recente a seguito del rinvenimento di documenti tenuti celati all’Autorità di Vigilanza.»

«Nella misura in cui ci saranno estremi per tutelare il valore patrimoniale della banca certamente ci muoveremo.», ha detto ieri sera al TG1 il presidente Alessandro Profumo, rivendicando alla nuova gestione di aver alzato il velo sulle transazioni sospette. A scatenare la bufera che ha mandato a picco il titolo di Banca MPS e spinto alle dimissioni il presidente dell’ABI, Giuseppe Mussari, sono le operazioni “Santorini”, “Alexandria” e “Nota Italia” su prodotti derivati che potrebbero causare una perdita di circa 500 milioni: cifra coperta dall’aumento dei Monti Bond da 3,4 a 3,9 miliardi.

Profumo e Fabrizio Viola, dal 2012 rispettivamente presidente e amministratore delegato, sono di fatto i commissari del gruppo senese, garanti del suo risanamento e degli impegni nei confronti del Governo, della Banca d’Italia e della Commissione europea.

Viola, intervenendo ieri a SkyTG24, ha rassicurato sulla condizione strutturale della banca che è in condizioni di assorbire le conseguenze delle scelte relative alle operazioni Santorini, Alexandria e Nota Italia. Al tempo stesso, ha lanciato un’accusa pesante agli ex amministratori: «Sono mancate una corretta contabilizzazione e una corretta gestione della documentazione.»

---

<sup>53</sup> Fonte: “Il Sole 24 ore”, versione cartacea del giorno 24 Gennaio 2013, artt. di Maria Longo e Fabio Pavesi, Cesare Peruzzi e Riccardo Sabbatini, Rossella Bocciarelli.

Gli approfondimenti in corso riguardano il costo della struttura dei finanziamenti dei BTP acquistati dall'istituto senese "in collegamento" con le perdite precedenti accumulate. Attraverso quelle *fee*, in sostanza, sarebbero stati occultati i buchi emersi nelle transizioni in derivati. MPS precisa che le operazioni non sono passate dal consiglio in quanto rientravano nei poteri delle strutture operative. Il consiglio di amministrazione tenterà di valutare gli effetti di quanto accaduto e di prendere le decisioni conseguenti, inclusa la modifica retrospettiva della relativa rappresentazione contabile. Quanto sta avvenendo non cambia comunque la strategia della banca. Viola ha detto ieri che l'impegno dell'istituto è quello di «rimborsare i Monti bond fino all'ultimo euro», al tasso del 9% all'anno in aumento dello 0,5% ogni 2 anni e che «l'ipotesi di una nazionalizzazione della banca non è in agenda».

La Consob ha sollecitato il comunicato di MPS e, soprattutto, convocato per i prossimi giorni sindaci e revisori così da acquisire la loro ricostruzione dei fatti. Il dossier senese è già stato aperto da molto tempo. Gli uomini della Consob sono in questi giorni impegnati in un'ispezione<sup>54</sup>.

Approfondendo la vicenda che ha portato alle dimissioni del presidente dell'ABI Giuseppe Mussari, è possibile aggiungere che quel documento tenuto segreto nei confronti delle autorità, che riconnette operazioni in derivati tenute apparentemente separate, e che è stato scoperto da Profumo e Viola nell'Ottobre del 2012, è attualmente sotto la lente di Banca d'Italia e della magistratura: le operazioni sono ora all'attenzione sia della Vigilanza sia dell'autorità giudiziaria, in piena collaborazione. Gli approfondimenti e le indagini, tuttavia, sono coperti da segreto d'ufficio e segreto istruttorio. In pratica, par di capire che si tratti di accertamenti complessi, che potrebbe avere anche profili penali (se dovesse essere riscontrato il reato di "ostacolo alla Vigilanza"). Nella sua nota, Banca d'Italia ricorda che nei mesi scorsi i vertici del Monte sono stati rinnovati.

---

<sup>54</sup> Sebbene riguardante altri aspetti dell'attività bancaria in rispetto della direttiva Mifid.



In effetti, anche in seguito all'ispezione di Bankitalia del 2010 e alle iniziative successive e a un confronto serrato con via Nazionale<sup>55</sup>, gli azionisti del Monte hanno deciso di rimuovere l'alta dirigenza della Banca; nel frattempo, il monitoraggio della Vigilanza non è mai venuto meno (le ispezioni si stanno ancora svolgendo e Bankitalia ha in corso vari procedimenti sanzionatori nei confronti degli amministratori in carica all'epoca dei fatti). Infine, la nota di Banca d'Italia rimarca che «i nuovi amministratori stanno cooperando con l'autorità giudiziaria e con la Banca d'Italia per accertare le passate circostanze». Il riferimento è a quello che il nuovo presidente del Monte, Alessandro Profumo, ha definito ieri «il grandissimo lavoro di trasparenza» finalizzato a rimettere la Banca in condizioni di operare bene. Questo, a ben guardare, è il solo aspetto positivo del duro comunicato, perché se ne può desumere che, allo stato attuale, secondo via Nazionale non ci sono i presupposti per ipotizzare una gestione straordinaria della banca.

Nel mese di Marzo 2013, Mps ha pubblicato i conti relativi al 2012<sup>56</sup>: l'esercizio si è chiuso con una perdita da 3,7 miliardi di euro per via di svalutazioni degli *asset* in portafoglio. Si tratta, a detta dell'amministratore delegato Fabrizio Viola, di «un bilancio di svolta rispetto al passato» perché pulisce la banca dalle operazioni in titoli derivati a copertura di perdite, oggetto del recente scandalo per cui gli ex vertici sono accusati di reati come turbativa del mercato e ostacolo alle autorità di vigilanza. Secondo Viola, i risultati negativi sono la conseguenza della ristrutturazione che i nuovi amministratori vogliono compiere con una «operazione trasparenza» (sebbene in Mps siano rimaste figure collegate alla gestione dell'ex presidente, Giuseppe Mussari, indagato dalla procura senese). Resta il dato della raccolta dei depositi dei clienti che ha segnato un calo di 11 miliardi nel 2012 sul

---

<sup>55</sup> Ove è ubicata la sede della Banca d'Italia.

<sup>56</sup> Fonte: Il Foglio quotidiano, 29 Marzo 2013, articolo di Alberto Brambilla

2011: meno 7,2%. La fuga dei correntisti da istituti deboli verso altri più solidi è un fenomeno fisiologico: Mps, la terza banca nazionale, paga il prezzo dello “scandalo derivati”. Stando a indiscrezioni raccolte dal Foglio, dagli sportelli delle banche concorrenti si segnala l’arrivo di risparmiatori provenienti da Mps che sarebbero centinaia, ma è un’informazione che non può essere verificata: il numero dei conti correnti aperti è un’informazione sensibile. Il 7 febbraio, i vertici della banca senese avevano escluso una “*bank run*”. Viola aveva detto: “Non è in corso alcuna fuga dei correntisti da Mps” sebbene, “com’è logico, ci sono stati dei movimenti in uscita”. In ogni caso, qualche preoccupazione c’era già prima. Lo dimostra una riunione riservata tra Viola e i capi delle filiali avvenuta nei giorni antecedenti l’assemblea degli azionisti del 25 gennaio: oggetto dell’incontro, secondo indiscrezioni recepite dal Foglio, la possibile disaffezione dei risparmiatori nei confronti del Monte. Mps è l’unica banca per cui il FMI ha suggerito alle Autorità un “vicino monitoraggio” chiedendo allo stato di prepararsi ad “assumerne il controllo”, frase riportata nella bozza di comunicato di Banca d’Italia ma eliminata nella versione finale.

A fine Maggio 2013, davanti agli stati maggiori dell’economia italiana, Ignazio Visco, attuale Governatore della Banca d’Italia, ha parlato della crisi del Monte dei Paschi, difendendo l’operato di Via Nazionale. Si è detto aperto alle critiche, e ha annunciato che l’azione, condotta contro gli ex amministratori responsabili di quanto accaduto, non è finita<sup>57</sup>.

Un’analisi che mette in luce la gravità della situazione ma anche dello sforzo in atto – sia da parte del nuovo management, guidato da Alessandro Profumo e Fabrizio Viola, sia da parte dell’autorità di controllo - per riportare Mps in un zona di sicurezza. Come mette in luce il dossier diffuso in mattinata dalla banca centrale dove si rileva come la liquidità è migliorata e così anche la situazione del capitale.

---

<sup>57</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-05-31/visco-bankitalia-operato-correttamente-124233.shtml>

Ma è il messaggio "politico" di Visco la novità della giornata. Su Mps, Bankitalia ha «operato con correttezza, impegno a attenzione, nei limiti dell'ordinamento: siamo aperti alle osservazioni costruttive» ha detto il governatore precisando che la Vigilanza collabora «strettamente con la magistratura», impegnata ancora a srotolare il groviglio della precedente gestione, che ha costretto lo Stato a intervenire con un salvataggio vero e proprio, di 4 miliardi rappresentato dai Monti-Bond.

«Lo stato italiano ha concesso un finanziamento a condizioni onerose per la banca»: infatti il tasso iniziale del prestito (che è perpetuo) è del 9%, a salire. Inoltre «il piano di ristrutturazione ha obiettivi ambiziosi; il suo successo dipenderà anche dall'evoluzione del contesto economico e finanziario del Paese».

Nel dossier si legge che oltre a quelli già comunicati (con sanzioni per circa 5 milioni di euro) la Banca d'Italia ha in corso altri tre procedimenti sanzionatori nei confronti di ex esponenti di Mps. «Sono in corso nei confronti degli ex esponenti di Mps - si legge nel documento - altri tre procedimenti sanzionatori concernenti la violazione delle disposizioni in materia di politiche di remunerazione, errate segnalazioni su titoli di Stato in portafoglio e pregresse disfunzioni in materia di trasparenza e antiriciclaggio».

La Banca d'Italia ricorda anche che a partire dalla fine del 2011 è stata «informata dalla Procura di Siena delle indagini in corso ed è in costante contatto con i magistrati inquirenti ai quali è stata fornita ogni collaborazione e documentazione, coordinandosi anche con la Consob e la Guardia di Finanza. L'azione di accertamento dell'effettiva natura delle operazioni del Mps si è quindi basata anche sugli sviluppi delle indagini penali che hanno messo in luce fatti non altrimenti riscontrabili». Nel documento Bankitalia ricorda tutte le azioni di controllo svolte nei confronti di Rocca Salimbeni, assicurando che l'attività di vigilanza è stata «continua e di intensità crescente».

## CAPITOLO SECONDO

### L'integrazione europea

#### 2.1) *Unione Monetaria senza Unione Politica?*

Nel 2006 l'Italia affrontava da tempo tassi di crescita prossimi allo zero ed un deficit che infrangeva le regole poste dal PSC (Patto di Stabilità e di Crescita), tanto che alcuni ipotizzarono persino una fuoriuscita dalla zona Euro<sup>58</sup>. Anche per questo sono nati dubbi sulla tenuta di medio-lungo periodo dell'UEM (Unione Economica e Monetaria), peraltro incompleta in quanto ancora le principali decisioni politiche rientravano nella sfera della sovranità nazionale. Kohler, allora presidente del FMI (Fondo Monetario Internazionale), si domandò per quanto tempo una simile situazione potesse perdurare<sup>59</sup>. Per rispondere, bisogna analizzare il ruolo degli shock asimmetrici ai fini della sostenibilità di una UM (Unione Monetaria) ed affrontare i temi relativi all'UP (Unione Politica).

La sostenibilità di un'unione monetaria è legata alla capacità di assorbire shock di natura asimmetrica. Lo strumento più semplice con cui farvi fronte, almeno nel breve periodo, è tipicamente una svalutazione; manovra oggi non più possibile, dato che l'autorità centrale non è attrezzata per gestire uno shock di un singolo Stato. Le uniche contromisure possono riguardare la flessibilità dei mercati e gli altri meccanismi illustrati dalla teoria delle aree monetarie ottimali (AMO). Qualora esse fossero inefficaci potrebbero spingere il Paese ad abbandonare l'Unione.

---

<sup>58</sup> Fonte: Centro Argentino de Estudios Internacionales, Programa Integración Regional, sito: <http://www.caei.com.ar>

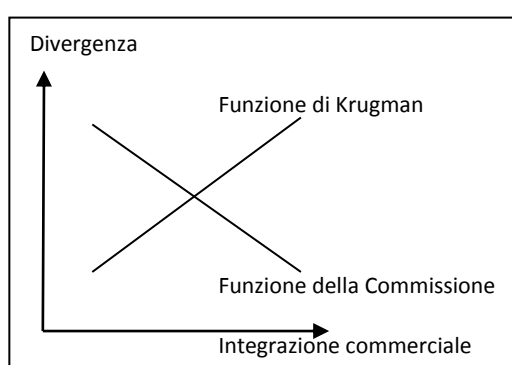
<sup>59</sup> Fonte: Praussello F. (2004): "Assessing the Impact of Enlargement on the Eurozone", *Financial International Economics*, LVII, 11-39

La sostenibilità, quindi, dipende almeno da tre fattori:

- la possibilità che l'UM vari la probabilità che si presentino disturbi asimmetrici;
- shock *country specific* legati alla politica economica degli Stati nazionali;
- vincoli talmente gravosi da costringere un Paese ad uscire dall'UM.

## 2.2) Fattori di disturbo di origine federale.

Il premio Nobel 2008 per l'economia, Paul Robin Krugman, è uno dei più noti e autorevoli osservatori delle dinamiche economiche su scala globale, scrive per il New York Times e da ormai molto tempo è assai critico nei confronti dell'Unione Europea e delle soluzioni che sta adottando per superare la crisi.



Mentre secondo la Commissione (1990), la probabilità che si presentino shock di natura simmetrica è destinata a ridursi, per Krugman (1991; 1993<sup>60</sup>), vale la regola opposta. Secondo la Commissione, l'UM è destinata ad

agevolare l'integrazione con shock sempre meno frequenti.

Per contro, Krugman, nel suo lavoro fondativo della nuova economia geografica<sup>61</sup>, già nel 1991 sottolinea il ruolo svolto dalle economie di scala nei fenomeni di specializzazione produttiva, che generano agglomerazione. Basandosi sull'esperienza americana, ritiene che la maggiore integrazione tenderà ad aumentare gli shock asimmetrici. Egli pone l'accento sui rischi di

<sup>60</sup> Krugman P. (1993): *Lessons of Massachusetts for EMU*, in Torres F. and Giavazzi F., eds., *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge.

<sup>61</sup> Krugman P. (1991): *Geography and Trade*, MIT Press, Cambridge, Mass.

un aggravamento degli squilibri regionali nel corso del processo di integrazione e sul bisogno di adeguare misure per accelerare lo sviluppo dei Paesi deboli. Gli squilibri possono essere stilizzati attraverso un modello centro-periferia, che si caratterizza per l'esistenza di due gruppi di regioni: quelle "centrali" (ricche) e quelle "periferiche" (in via di sviluppo). Senza una forte politica regionale, che riduca tali differenze, l'azione delle economie di scala può favorire la concentrazione delle attività nelle aree a maggior livello di sviluppo: i meccanismi di aggiustamento, senza adeguate politiche di coesione, portano a una più alta disoccupazione e salari più bassi. La bassa mobilità del lavoro e l'alta mobilità del capitale portano al rischio che le regioni ricche diventino ancora più ricche. L'UM blocca il meccanismo (sbagliato, ma molto utilizzato in passato per riuscire a seguire il mercato) della svalutazione mediante la leva del cambio, per favorire l'occupazione, il che poteva compensare, almeno nel breve periodo, gli shock asimmetrici.

Dato che la localizzazione degli investimenti dipende dalle condizioni strutturali delle regioni (es.: condizioni fiscali, costo del lavoro, infrastrutture), un'alta mobilità può rafforzare quelle già più forti. Questo può mettere in difficoltà le regioni in ritardo di sviluppo, in quanto le regioni avanzate sono meno vulnerabili ai processi di aggiustamento (avendo una struttura più ampia e diversificata). La conclusione a cui giunge Krugman, pertanto, è che l'UM può destabilizzare l'integrazione europea.

Quando si è consolidata la teoria delle aree monetarie endogene, si è rafforzata l'ipotesi della Commissione: questo filone sostiene, in sostanza, che "aree monetarie ottimali non si nasce, ma si diventa" ed il meccanismo che genera ottimalità è costituito dall'aumento dei flussi commerciali. L'importanza attribuita da Krugman al ruolo delle economie di scala viene ridimensionata dal fatto che la maggior parte della quota di attività produttive, fa oggi capo al settore terziario. Si può quindi concludere che i fattori di disturbo di origine federale non presentano particolari problemi per la sostenibilità dell'UEM nel medio e lungo periodo.

### 2.3) *Fattori di disturbo di origine nazionale*

L'unione economica che dovrebbe accompagnare l'UM è incompleta, perché i singoli Paesi continuano a gestire in modo indipendente la politica sociale, industriale, di bilancio, della tassazione e della spesa. Ciò costituisce una possibile fonte di shock asimmetrici, che investono l'intera struttura dell'Unione, ma che quest'ultima non è in grado di contrastare a causa della mancanza di un governo europeo. Le istituzioni europee mancano di una piena legittimazione democratica: delle 5 istituzioni presenti nell'art. 7 del Trattato istitutivo della Comunità Europea, il Parlamento, il Consiglio, la Commissione, la Corte di Giustizia e la Corte dei Conti, soltanto il primo è eletto a suffragio universale diretto. Anche per quel che riguarda la politica monetaria, il compito è lasciato dalla BCE alla competenza dei governi nazionali. In questo sistema, le istituzioni hanno la responsabilità della crescita e dell'occupazione, ma non hanno gli strumenti per garantirle, mentre quelle che dispongono del controllo difettano di legittimità democratica. In secondo luogo, è sempre possibile che un Paese decida di sopportare gli alti costi connessi alla secessione, qualora lo reputi politicamente conveniente.

La conclusione che possiamo trarre in ordine alla sostenibilità dell'UEM, per quanto riguarda i disturbi di origine nazionale, è quindi che dagli Stati possono originarsi shock di natura diversa, i quali potrebbero metterne in pericolo la sopravvivenza nel medio lungo periodo. Il possibile rimedio consiste nel completare l'unione economica, rafforzando l'UP.

In assenza di uno Stato Europeo, nel medio-lungo periodo, l'UEM è destinata a fallire<sup>62</sup>.

Tuttavia, un rafforzamento dell'UP non dovrebbe significare trasferire l'insieme delle competenze *tout court* dal livello nazionale a quello federale.

---

<sup>62</sup> De Grauwe P. (2006), *On Monetary and Political Union*, May mimeo Catholic University of Leuven.

#### 2.4) *Vincoli economici*

I vincoli economici (per esempio: la perdita della politica monetaria e della possibilità di far uso della leva del cambio) potrebbero essere talmente onerosi, nel medio-lungo periodo, da spingere un Paese ad abbandonare l'UEM. L'incentivo alla secessione, pertanto, va confrontato con i vantaggi della sovranità monetaria, tra i quali anche eventuali possibili dazi sulle esportazioni. Ancora, quelli tra loro che, partendo da un basso livello di sviluppo, stanno convergendo verso i livelli più elevati dei Paesi centrali dell'Unione, devono fare i conti con i più alti tassi di inflazione necessariamente associati al processo di convergenza, giusto l'effetto Balassa-Samuelson<sup>63</sup>.

In passato furono presentate alcune ipotesi<sup>64</sup> di un'eventuale uscita dell'Italia dalla zona Euro, con rischi simili a quelli del default argentino. L'orizzonte per le riforme imposto dal PSC (Patto di Stabilità e Crescita) presuppone tempo comunque sufficiente per consentire le riforme ed in ogni caso l'eventualità della secessione è da considerarsi assolutamente quale un'ipotesi teorica limite. L'unione economica e l'UP dovrebbero consentire di ridurre gli shock e l'UEM sarebbe in grado di assorbire le conseguenze di crisi sistemiche.

#### 2.5) *Incertezze riguardo all'unione politica*

Premesso che nessuno ha mai sostenuto l'ipotesi della creazione di un "superstato europeo", mentre l'UM è chiaramente definibile, l'UP è una struttura federale multidimensionale<sup>65</sup> *sui generis*: esistono ancora oggi settori in cui la sovranità è trasferita in larga misura alla competenza sovranazionale,

---

<sup>63</sup> Klau M. & Mihaljek D. (2003), *The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: a disaggregated Analysis*, BIS WP n° 143. Nel capitolo quarto del presente elaborato l'argomento sarà approfondito.

<sup>64</sup> Roubini N. (2006), *L'Italia e il rischio Argentina*, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info); *Italy and the Euro*, [www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com)

<sup>65</sup> De Grauwe P. (2006), *On Monetary and Political Union*, May mimeo Catholic University of Leuven.



quali la PAC (politica agricola comune), la politica monetaria, la concorrenza e la politica commerciale ed altri che rimangono quasi interamente in mano alle autorità nazionali. In particolare, le competenze legislative del Parlamento sono limitate e manca un vero e proprio Governo europeo.

L'obiettivo finale dovrebbe essere l'identificazione di un minimo politico-economico in grado di far fronte a shock asimmetrici, giungendo così ad una area monetaria ottimale.

Il 6 Febbraio 2013<sup>66</sup>, anche il nostro presidente della Repubblica, Giorgio Napolitano, intervenendo alle celebrazioni per gli 80 anni dell'Istituto per gli studi di politica internazionale<sup>67</sup> a Milano, ha ribadito che «È indispensabile procedere sul serio verso “l'unione politica europea”.» così sottolineando innanzitutto la necessità che l'Unione europea si è impegnata a superare la crisi economica e, per questo, è necessario «procedere in tutte le direzioni individuate dalle istituzioni europee per rafforzare, completandola, l'unione economica e monetaria e imprimerle una nuova capacità di promozione dello sviluppo economico e sociale dell'Europa.»

Un discorso simile era già stato pronunciato<sup>68</sup> alla TV tedesca Ard dalla cancelliera Angela Merkel, assicurando che intende lavorare ad una “Unione politica Europea”, dicendosi favorevole al principio dell'Europa a due velocità se certi paesi non saranno in grado di muoversi verso questo traguardo. «Abbiamo bisogno di più Europa, di una unione di bilancio, ma prima di tutto di una unione politica. Passo passo dobbiamo cedere delle competenze all'Europa.»

---

<sup>66</sup> Fonte: <http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/>

<sup>67</sup> ISPI: <http://www.ispionline.it/>

<sup>68</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-06-07/germania-merkel-favorevole-unione-104610.shtml>

## 2.6) *La teoria delle aree monetarie ottimali*

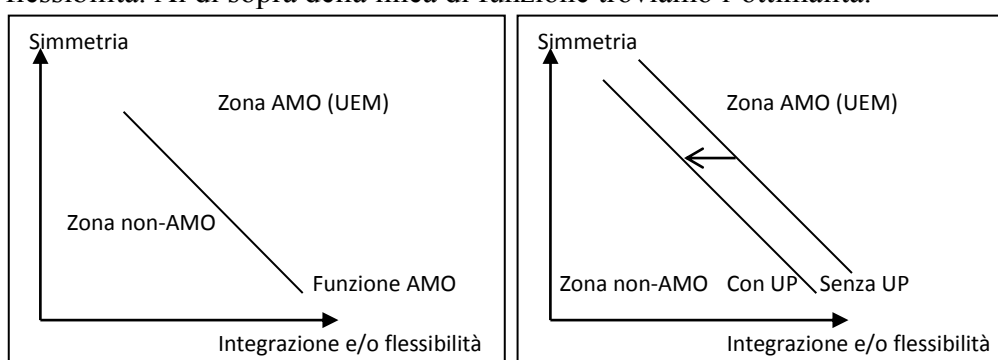
È considerata sostenibile una zona monetaria che possieda le caratteristiche dell'ottimalità con riferimento a 3 fattori fondamentali, che De Grauwe (2006) definisce “le componenti principali della teoria delle AMO”:

- 1) simmetria degli shock;
- 2) flessibilità dei mercati: in particolar modo nel mercato del lavoro, la flessibilità consente di assorbire lo shock attraverso i movimenti migratori e la riduzione dei costi di produzione;

- 3) integrazione commerciale.

Temporaneamente lasciamo fuori dal discorso un eventuale sistema di assicurazione pubblica.

La funzione delle AMO è inclinata negativamente, in quanto una riduzione della simmetria può essere compensata dall'aumento della flessibilità. Al di sopra della linea di funzione troviamo l'ottimalità.



Nel grafico di destra, è possibile notare che l'UP riduce la zona non ottimale (pertanto aumentando la sostenibilità dell'UM) perché:

- Riduce drasticamente gli shock asimmetrici, soprattutto quelli legati alle politiche economiche nazionali e ai comportamenti devianti dei Governi interni.
- È possibile attivare meccanismi di assicurazione, cioè effettuare trasferimenti di risorse da un Paese membro ad un altro colpito da uno shock o, mediante le politiche di coesione, ad uno Stato semplicemente in via di sviluppo.

Esiste poi una tesi particolarmente ottimistica, definita “visione panglossiana” o “consenso di Bruxelles-Francoforte” (CBF), secondo la quale l’UP risulterebbe inutile, in quanto ci troveremmo già nella migliore delle configurazioni possibili, in grado di funzionare in maniera autonoma, senza interventi mirati. Il corollario del CBF è quindi che l’UEM costituisce una struttura in grado di autoregolarsi, senza che sia necessario un rafforzamento dell’UP. Secondo tale impostazione, gli shock asimmetrici (ammesso che si verificano) verrebbero assorbiti da:

1) Un aumento della flessibilità: se i mercati dei prodotti, dei fattori e del lavoro sono flessibili, i disturbi vengono assorbiti semplicemente da variazioni di prezzo. Tutt’oggi, tuttavia, è noto come la mobilità del lavoro resti ancora molto bassa.

2) L’uso della politica fiscale;

3) Le regole del PSC: la regola fondamentale, derivante dal Trattato di Maastricht del ’92, è il tetto per il deficit al 3% del PIL ed un indebitamento pubblico che non superi il 60%. Nei periodi di espansione, l’avanzo dovrebbe costituire lo strumento per far fronte alle recessioni, rispettando la c.d. “golden rule”: l’ammissione dell’utilizzo del debito solo allo scopo di finanziare gli investimenti. Il compito di stabilizzare il ciclo viene assegnato alla BCE, perché il mantenimento di una bassa inflazione contribuisce al perseguimento degli obiettivi delineati a Maastricht. L’impiego del PSC in maniera virtuosa amplierebbe la zona dell’AMO, garantendo lo stesso effetto ottenibile da un rafforzamento dell’UP.

Ma tutto ciò è realistico? La risposta sarebbe “no” se ci rifacessimo a due teorie:

- Il monetarismo: secondo tale modo di pensare, la politica monetaria è inefficace nel lungo periodo e genera solamente inflazione.
- La teoria del ciclo economico: gli shock generati da variazioni nella tecnologia e/o nelle preferenze non possono essere compensati da modifiche apportate dalla banca centrale.

Qualora trovasse spazio, invece, una visione più ampia d'insieme e si introducessero fattori riconducibili alle teorie neo-keynesiane, allora l'uso della politica monetaria e di bilancio verrebbe rivalutato: l'unione fiscale sarebbe in grado di assorbire gli shock, sostenendo le regioni divergenti.

Gli shock asimmetrici sono sostanzialmente legati al permanere di competenze di sovranità nazionale, nonché alla possibilità che l'UM si dimostri gravosa per i Paesi deboli. Si tratterà allora di trasferire a livello federale il controllo degli strumenti di politica economica. Prima ancora, tuttavia, occorrerebbe aumentare il livello di legittimità democratica, ed il tutto richiederebbe:

- 1) un nuovo modello di federalismo fiscale;
- 2) una politica industriale e agricola unitaria a livello europeo (in parte tali obiettivi sono stati raggiunti in passato con la CECA e l'EURATOM, oggi non più in vigore, e la PAC, ancora esistente);
- 3) una ripartizione fra i diversi livelli di Governo (locale, nazionale e federale);
- 4) un aumento dei finanziamenti almeno al 2-3% del PIL aggregato europeo;
- 5) un bilancio comunitario che, a differenza di quello attuale, possa andare in disavanzo, come accade per i bilanci nazionali, per poter esercitare una funzione anticiclica.

## 2.7) *Ipotesi di uscita dall'Area monetaria europea: le posizioni euro-scettiche*

Il primo Maggio 2012 Paul Krugman ha pubblicato un provocatorio articolo in cui ipotizza che l'Europa stia letteralmente preparando il proprio suicidio economico, rispolverando termini e toni che aveva già utilizzato a inizio anno per definire le politiche restrittive e di austerità dell'Unione Europea contro la crisi. Egli arriva persino a suggerire che la soluzione ottimale possa essere lo smantellamento del sistema dell'euro, per tornare alle singole valute nazionali. Egli ovviamente ammette che compiere un tale passo indietro avrebbe conseguenze politiche ed economiche enormi, ma asserisce che potrebbe trattarsi del male minore, rispetto alla politica di rigore intrapresa, soprattutto per volontà della Germania e del suo cancelliere, Angela Merkel. «L'Europa - prosegue Krugman - ha bisogno di trovare una nuova strada se davvero vuole salvare sé stessa e l'euro. La BCE, per esempio, dovrebbe dimostrare di essere pronta ad assumersi maggiori rischi con una politica monetaria espansiva per dare ossigeno all'economia, pur accettando come compromesso temporaneo un aumento dell'inflazione. Sono necessarie anche politiche fiscali espansive, con sistemi di compensazione tra i Paesi che se la cavano meglio e quelli che sono più in difficoltà. Ma le recenti scelte dei leader europei e della BCE sembrano andare in direzione opposta, confermando solamente di voler insistere sul piano dell'austerità. Invece di ammettere di essersi sbagliati, i leader europei sembrano essere determinati nel guidare la loro economia e la loro società giù dal burrone. E - conclude - tutto il mondo ne pagherà le conseguenze.»

Ad oggi è impossibile sapere se Krugman abbia davvero ragione, anche perché non è possibile verificare empiricamente le tesi del premio Nobel, proprio perché i leader europei hanno intrapreso tutt'altra via. Ad ogni modo, in questa sede di analisi è importante rilevare che, se una voce autorevole dell'economia mondiale giunge ad una simile radicale conclusione (l'uscita dall'Euro), forse tale eventualità non va del tutto scartata a priori o

quantomeno va tenuta in considerazione. È altresì vero che, in un periodo di forte crisi su scala globale, un “economista pessimista” quale Krugman ha gioco facile, per quanto in passato le sue previsioni si fossero rivelate spesso corrette e quasi “profetiche”.

Se consideriamo il rischio di contagio e la globalizzazione economica, tuttavia, su una cosa Krugman ha certamente ragione: qualsiasi scelta sbagliata effettuata dai leader europei ricadrà immancabilmente non solo sugli Stati dell’Unione stessi, ma anche sull’economia mondiale.

Forse anche o proprio per questo motivo, il 4 Giugno 2012, il presidente americano Barack Obama ha dichiarato che gli Stati Uniti stanno indirettamente subendo la crisi economica europea<sup>69</sup>. Non si è così fatta attendere, a distanza di soli due giorni, dal Consiglio Direttivo di Francoforte, la replica<sup>70</sup> del presidente della Banca Centrale Europea, l’italiano Mario Draghi: «Non si possono addossare all'Europa tutte le colpe della crisi: altre economie hanno le loro responsabilità e devono ancora agire per correggere gli squilibri interni.»

Lo stesso giorno, anche il Ministro degli Esteri Giulio Terzi<sup>71</sup>, nella conferenza stampa con il collega francese Laurent Fabius a Villa Madama ha tenuto a replicare quanto segue: «Questi 5 anni di recessione sono nati nella finanza globale, non esclusivamente e non in primo luogo nel mondo economico europeo. Non ha senso rimbalzarsi le responsabilità. Dov'è cominciata la crisi finanziaria? Non in Europa secondo le indicazioni in nostro possesso. Lehman Brothers non è una banca italiana e non è una banca francese. Occorre dunque che tutti i grandi Paesi, tutti i continenti facciano il

---

<sup>69</sup> Fonte:

[http://www.ilmessaggero.it/primopiano/esteri/usa\\_la\\_disoccupazione\\_torna\\_a\\_salire\\_obama\\_la\\_crisi\\_della\\_ue\\_pesa\\_su\\_tutti/notizie/199858.shtml](http://www.ilmessaggero.it/primopiano/esteri/usa_la_disoccupazione_torna_a_salire_obama_la_crisi_della_ue_pesa_su_tutti/notizie/199858.shtml)

<sup>70</sup> Fonte: [http://www.agi.it/in-primo-piano/notizie/201206062024-ipp-rt10282-draghi\\_a\\_obama\\_la\\_crisi\\_non\\_e\\_solo\\_colpa\\_dell\\_europa](http://www.agi.it/in-primo-piano/notizie/201206062024-ipp-rt10282-draghi_a_obama_la_crisi_non_e_solo_colpa_dell_europa)

<sup>71</sup> Fonte: <http://it.notizie.yahoo.com/francia-e-italia-rispondono-usa-che-crisi-non-111548228--finance.html>

massimo per avere i conti in ordine e al tempo stesso per la crescita economica.»

In serata, un segnale di distensione è arrivato dalla conversazione telefonica tra Obama e il presidente del Consiglio Mario Monti. I due leader si sono trovati d'accordo sull'importanza di rafforzare la capacità della zona euro di rispondere alla crisi e di stimolare la crescita in Europa. Hanno inoltre convenuto di rimanere in stretto contatto, anche in prospettiva dell'imminente vertice del G20 del 18 e 19 Giugno 2012. Subito dopo, in Grecia, si svolgerà la nuova consultazione elettorale, che deciderà se il futuro di Atene sarà dentro o fuori l'euro<sup>72</sup>, dando un primo segnale importante e forte per l'economia dell'Unione, ma, come abbiamo ben inteso, non solo: qualora la Grecia dovesse uscire dall'Euro, si creerebbe un primo precedente, che forse potrebbe avvalorare le tesi di Krugman.

Come detto, nel suo articolo sul New York Times, il premio Nobel ha analizzato anche la situazione spagnola. Il downgrade di Standard & Poor's che ha abbassato il rating iberico da A a BBB+ conferma la deriva di Madrid e sottolinea, una volta di più, la fragilità delle banche del Paese con un sistema finanziario che ha già ricevuto aiuti pubblici e che è stato oggetto di due riforme negli ultimi tre anni. Il tasso di disoccupazione, salito al 24,4% nel primo trimestre del 2012<sup>73</sup>, fa aumentare i dubbi (tra cui quelli ormai palesati da Krugman) sul regime di austerità imposto da Bruxelles e accettato a denti stretti da Madrid, oltre che sulle nuove regole per il lavoro appena introdotte nel Paese per accentuare la flessibilità. Il viceministro all'Economia, Fernando Jimenez Latorre, ha risposto con durezza all'agenzia di rating americana: «Standard & Poor's non riconosce il grande consolidamento in corso. Il nostro impegno - ha detto Latorre - è assoluto e, non appena i mercati si renderanno conto che non ci sono problemi di

---

<sup>72</sup> Al momento della redazione della presente tesi la Grecia è ancora nell'Euro-zona (ultimo aggiornamento 23/06/2013).

<sup>73</sup> Fonte: Il Sole 24 Ore, articolo di Luca Veronese (Maggio 2012).

solvibilità e che possiamo affrontare i nostri debiti e obblighi finanziari, torneranno ad avere fiducia.»

Nel frattempo, però il Governo spagnolo è stato costretto ad aumentare l'IVA per poter rientrare in parte del debito, ottenendo un gettito superiore traendolo dai consumi.

Sulla falsariga di quanto accaduto alla Grecia<sup>74</sup>, i depositanti si allontanano a rotta di collo dalle banche spagnole. Secondo le stime prodotte dagli analisti di UBS, ammonterebbero a 65 miliardi di euro i soldi fuoriusciti negli ultimi mesi dai conti correnti degli istituti del Paese iberico. Una somma che secondo gli analisti di UBS vale circa un 5,2% di decremento netto da Febbraio 2001 a Febbraio 2012. Molti avevano già individuato a fine 2011, quando il deficit aveva raggiunto l'8,5% del PIL, in Madrid il nuovo bersaglio degli attacchi speculativi della finanza internazionale. La necessità di denaro da parte del sistema spagnolo si è così riflesso in finanziamenti da parte della Banca Centrale Europea. Solo con la seconda asta di Francoforte del 29 Febbraio 2012, l'insieme delle banche spagnole ha ricevuto 147 miliardi di euro di liquidità netta, circa la metà dell'intera erogazione per l'insieme delle banche europee. E se si sommano anche i 55 miliardi prelevati a Dicembre 2011, ecco che le banche di Madrid si sono ritrovate con una provvista di oltre 200 miliardi. A Maggio 2012 quei soldi erano già tutti finiti. Il grosso della spesa è stato utilizzato per soli due scopi:

- 1) Circa 80 miliardi sono serviti a limitare lo spread con i Bund tedeschi, finanziando i Bonos spagnoli.
- 2) Circa 65 miliardi sono serviti a coprire le uscite di cassa correnti.

La crisi dell'economia reale è ben lungi dall'esser superata e i suoi effetti collaterali mordono come non mai ai fianchi di un sistema bancario sempre più traballante.

---

<sup>74</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", articolo di Fabio Pavesi.



Paul Robin Krugman non è l'unico ad essere scettico nei confronti delle decisioni politiche ed economiche dell'Unione Europea. A Dicembre 2012 è uscito un interessante articolo sul quotidiano conservatore inglese "The Telegraph"<sup>75</sup> che, come il premio Nobel, canta fuori dal coro sostenendo che "se c'è un Paese che trarrebbe beneficio dal lasciare la moneta unica, quello è proprio l'Italia"; anzi rincara ancor più la dose arrivando infine persino ad asserire che "il vero problema dell'Italia e della sua economia sia l'euro."

"L'Italia ha la valuta sbagliata" scrive Ambrose Evans Pritchard. "È più ricca della Germania in termini pro capite, con circa 9.000 miliardi di euro di ricchezza privata. Il suo debito pubblico e privato combinato è al 265% del PIL, inferiore a quello di Francia, Olanda, Regno Unito, Stati Uniti o Giappone. Il Paese si piazza in cima alla graduatoria dell'indice del Fondo Monetario Internazionale per la sostenibilità del debito a lungo termine, tra i principali Paesi industrializzati, anche perché ha riformato da tempo il sistema pensionistico. The Telegraph cita poi Andrew Roberts, analista di Royal Bank of Scotland<sup>76</sup>, che afferma: «L'Italia ha un vivace settore delle esportazioni, e un avanzo primario. Se c'è un paese nell'Unione europea che potrebbe trarre beneficio dal lasciare l'euro e dal ripristino della competitività, è l'Italia». E cita pure uno studio di Bank of America, secondo il quale il nostro Paese avrebbe da guadagnare più degli altri membri dell'UE da un'uscita e dal ripristino di un controllo sovrano sulle leve di politica monetaria, ripristinando la possibilità di stampare moneta per ripagare il debito e limitando così i tassi di interesse che il nostro Paese si trova a pagare agli investitori stranieri (una posizione molto vicina a quella del centro-destra italiano). Va detto, per completezza, che i conservatori britannici hanno da sempre una visione molto negativa della moneta unica.

---

<sup>75</sup> Fonte: <http://www.liberoquotidiano.it>

<sup>76</sup> La prima banca britannica.

A domandarsi quali possano essere le conseguenze di un'uscita dalla nostra Area Monetaria sono in molti. La risposta ufficiale non c'è perché nessuno ha mai ipotizzato che il grande progetto economico del Vecchio continente potesse fallire<sup>77</sup>.

Però la crisi che sta impoverendo i Paesi mediterranei (ma anche la Francia) e arricchendo quasi esclusivamente la Germania sta effettivamente accendendo più di qualche spia in giro per l'Europa. Addirittura nella patria della signora Merkel c'è chi vede la divisa unica come una “gabbia”, al punto che il nuovo partito anti-Cancelliera teorizza proprio un'uscita dalla moneta.

Esiste un piano, accarezzato pure da Angela nei mesi bui di fine 2011, di Dirk Meyer, un economista tedesco che insegna all'Università Helmut Schmidt di Amburgo. La sostanza è semplice: la Germania si trova costretta a sostenere costi per circa 80 miliardi all'anno per aiutare altri Paesi dell'Eurozona. Prima o dopo sarà chiamata a sobbarcarsi parte dei debiti degli altri Stati europei. Non è allora più conveniente, sostiene Meyer, uscire dall'euro e pagare una pesante tantum, tra 250 e 340 miliardi di euro, con perdite nell'export, svalutazione di investimenti all'estero e costi di transizione a una nuova valuta? Una botta unica e passerebbe la paura: dopo l'uscita Berlino non dovrebbe più rendere conto a nessuno, se non ai virtuosi e austeri tedeschi.

Come funzionerebbe la secessione «made in Germany»?

- 1) Chiusura delle banche un lunedì, riapertura il giorno dopo e distribuzione di banconote modificate (nuovi marchi).
- 2) Divieto per gli stranieri o per i tedeschi non residenti in Germania di ottenere le nuove banconote in cambio di vecchi euro.
- 3) Aiuti dello Stato alle banche nazionali per far fronte al deprezzamento dei depositi all'estero.

---

<sup>77</sup> Fonte: Libero, versione cartacea del giorno 4 Giugno 2013, articolo di Giuliano Zulin

- 4) Due mesi dopo, uscita della Germania dall'euro insieme con Finlandia e Olanda.
- 5) Ancora chiusura delle banche un lunedì per convertire tutti i depositi dall'euro al marco, che si apprezzerrebbe del 25%.

Problemi? A parte l'ingessamento della «Deutsche economy» non si assisterebbe a grandi scossoni: in fin dei conti la credibilità e la serietà della Germania sarebbe rafforzata.

E gli altri Paesi dell'Eurozona? La Confindustria teutonica la pensa diversamente da Meyer, perché l'Italia e gli altri «grandi» esclusi dal marco ricomincerebbero ad esportare come ai bei tempi. Ricordate a metà degli anni '90? La lira era appena stata svalutata e il Nord Italia non riusciva a star dietro alle commesse. Ora è il contrario: la Germania, con l'euro, ha «succhiato» mille miliardi ai coinquilini europei in un decennio. Per questo<sup>78</sup>, gli imprenditori tedeschi vogliono tenersi stretto l'euro: il marco sarebbe più forte dell'euro attuale del 23%, mentre la moneta unica si deprezzerebbe del 7%. Il risultato sarebbe un calo del PIL di mezzo punto all'anno in media tra il 2013 e il 2025. In totale, Berlino perderebbe in 12 anni qualcosa come 1.200 miliardi di euro o 14mila euro per ciascun tedesco.

Ma non crediamo che sia così conveniente per la Germania uscire dall'Euro; lo stesso giorno, Libero ha pubblicato anche un articolo<sup>79</sup> intitolato «In 13 anni la Germania ci ha fregato 2000 miliardi». Grazie al cambio favorevole, infatti, i tedeschi hanno rovesciato il tavolo dell'import-export: dal 1998 ad oggi hanno incassato una somma pari al nostro debito pubblico.

Stiamo parlando dell'avanzo della bilancia commerciale tedesca, calcolato nel periodo che va dal 1999 al 2012: in 14 anni di euro la Germania ha portato a casa un bottino incredibile. La differenza tra le esportazioni e le importazioni - indicatore che fino all'arrivo della moneta unica era in

---

<sup>78</sup> Fonte: fondazione Bertelsmann

<sup>79</sup> Fonte: <http://www.liberoquotidiano.it/dossier/esteri/1255822/In-13-anni-di-euro-la-Germania--ci-ha-fregato-duemila-miliardi-.html>

profondo rosso dalle parti di Berlino - ha assicurato all'economia tedesca un avanzo pari a 1.873,3 miliardi di euro. Facendo un raffronto tra la bilancia commerciale tedesca e quella italiana, salta fuori la "sconfitta" secca per il nostro Paese. Che con l'euro, nonostante l'export abbia tenuto botta (pure sotto i colpi della profonda recessione), ha invertito la rotta positiva assicurata dalla lira e ora segna un deficit. Ora l'Italia deve fare i conti con un disavanzo, calcolato nel periodo 1999-2012, di 351,5 miliardi di euro.

L'errore è all'origine. È il 1998. Si deve decidere il tasso di cambio delle valute europee: Berlino impone il valore del marco a tutto il Vecchio continente e - proprio grazie al cambio favorevole, insieme coi restrittivi parametri di Maastricht sui conti pubblici tarati su misura per la Germania - riesce in pochissimo tempo a rovesciare il tavolo dell'import-export.

Par di capire, dunque, che sarebbe l'Italia, non la Germania, lo Stato che più beneficerebbe di un'uscita dall'euro. Esattamente quanto sostenuto da Krugman e da "The Telegraph" e come sostenuto, in una recente intervista rilasciato a Trento anche da un altro premio Nobel per l'economia: lo scozzese James Alexander Mirrlees: «L'uscita dall'euro è un'opportunità da considerare per l'uscita dalla crisi economica per alcuni Paesi.»

Ma è proprio così? È chiaro che la sola uscita dell'Italia farebbe cadere tutto il castello: le banche europee sarebbero costrette a ricapitalizzarsi o a ricevere aiuti di Stato per sopperire alla svalutazione del debito italiano in portafoglio, con automatica rovina per i conti pubblici.

Le conseguenze sarebbero inizialmente negative anche per l'Italia:

- 1) Assisteremmo a un deprezzamento del patrimonio di almeno un 20% (case e depositi inclusi).
- 2) L'inflazione galopperebbe (complice il rincaro di petrolio e altre materie prime importate) a livelli da anni '80, ai quali però non siamo più abituati.
- 3) Il famoso spread tornerebbe intorno a quota 900 come vent'anni fa, con difficoltà nel piazzare titoli di Stato sul mercato.

- 4) Mutui e prestiti subirebbero un'impennata non consigliata ai deboli di cuore.
  - 5) La disoccupazione aumenterebbe di colpo con inevitabile aumento delle lotte sociali.
  - 6) Sì, le imprese farebbero festa con l'export. Ma a che prezzo.
- Diverso il discorso con un'uscita ordinata.

Il sito [www.scenarieconomici.it](http://www.scenarieconomici.it), riprendendo un'elaborazione di Bofa-Merrill Lynch e dell'economista francese Jacques Sapir, esibisce infatti numeri strabilianti nel caso in cui tutti i Paesi andassero fuori dalla moneta unica, ovvero se si decidesse che l'euro è da pensionare:

- 1) Cominciamo dal cambio: il marco passerebbe a 1,48 sul dollaro, mentre la lira scenderebbe subito a 1,16 biglietti verdi. Proseguiamo con l'inflazione: il marco manderebbe la Germania in deflazione dell'1,3%, contro un aumento dei prezzi del 3,5% nel primo anno, per poi scendere al 2,5% nel secondo e terzo.
- 2) Capitolo import-export: con la moneta tedesca la penalizzazione del PIL sarebbe del 7%, contro un boom italiano del 5%.
- 3) Finiamo col PIL e i conti pubblici. La Germania senza euro cederebbe il 3% per due anni di fila, a casa nostra si potrebbe invece rivedere un aumento del 2% annuo. Di conseguenza il deficit/PIL rischierebbe di scendere all'1% nel giro di tre anni e il debito passerebbe al 117% sul PIL.

Sono solo teorie, ma se fosse vera la metà dei dati positivi per il Belpaese, perché non battere i pugni a Berlino? Abbiamo così chiarito, almeno in linea teorica e senza alcuna pretesa di precisione, quali potrebbero essere le conseguenze in caso di un'uscita dell'Italia dall'Euro. Ma è davvero possibile uscirne? Sempre secondo Libero<sup>80</sup>, in un articolo di Claudio Antonelli, è possibile; non solo: basterebbero un paio di anni.

---

<sup>80</sup> Fonte: <http://www.liberoquotidiano.it/dossier/italia/1255560/Tornare-alla-Lira-si-puo--Bastano-solo-due-anni.html>

Nel 2001 e nel 2003 si discusse della possibilità di espellere o sospendere un Paese membro dell'Unione Europea o semplicemente lasciare la porta aperta perché qualcuno se ne potesse andare. Anche in sede di Trattato di Lisbona, l'argomento riaffiorò, ma fu subito lasciato cadere. Si preferì optare per cavilli legali e burocratici con l'intento di rendere perenne e perpetua l'adesione alla UE. In realtà non è proprio così. Anzi l'articolo 50 del trattato di Lisbona rappresenta la sola strada percorribile per chi voglia divorziare dalla moneta unica e dai vincoli comunitari. La procedura di addio impone alla nazione che vuole abbandonare l'Unione di comunicare la scelta al Consiglio UE. A questo punto si apre un negoziato che si dovrebbe chiudere con un accordo in grado di fissare le modalità del recesso, con una delibera adottata a maggioranza dal Consiglio e approvata dall'Euro-Parlamento. Si fa cenno anche alle tempistiche: ovvero dall'avvio della separazione passerebbero due anni. A quel punto potrà consumarsi il divorzio. Nel frattempo, ovvero dall'entrata in vigore dell'accordo di recesso, i Trattati smettono di essere applicabili per lo Stato in questione. Stando alle interpretazioni non sembrerebbe possibile lasciare la moneta unica senza dire addio all'Unione. Ciò che è certo è che nessuna nazione può aderire all'EMU (European and Monetary Union) senza prima aver passato tutti gli esami per diventare membro UE.

Un interessante report di Credit Suisse del 2011 dal titolo «European Economics and Strategy» si chiedeva se sia possibile una uscita volontaria dall'euro da parte della Germania. Posto il fatto che si tratterebbe di una drastica inversione di rotta (l'Euro è di fatto un progetto tedesco) all'inizio causerebbe ingenti perdite alle banche, fondi pensione e alle assicurazioni di Berlino. Gli *asset* allocati in Spagna, Grecia, Italia e Portogallo rappresentano il 31% del PIL tedesco. Con una passività immediata del 13%. Senza contare la perdita di liquidità che Berlino subirebbe non trovandosi più in una posizione di emittitore benchmark. Se poi la rottura dell'euro avvenisse in modo traumatico, ovvero senza un coordinamento da parte della Banca

Centrale Europeo, il costo complessivo dell'operazione si aggirerebbe sempre secondo Credit Suisse sui 430 miliardi di euro, comprese le perdite dirette della BCE e le svalutazioni di tutti gli investimenti nei Paesi oggi considerati periferici.

Più recente, rispetto al report, è la proposta dell'economista portoghese autore del bestseller "Perché dovremmo abbandonare l'euro?", Joao Ferreira do Amaral. Ipotizza la creazione consensuale di un nuovo SME; gli Stati che lo desiderano annunciano, senza abbandonare l'euro, di tornare in una sorta di nuovo sistema monetario europeo, accettando però una banda di fluttuazione superiore al 15%: a quel punto, i bilanci delle banche dovranno tenere conto delle svalutazioni, ma scorporare il credito verso famiglie e imprese. Per evitare il cosiddetto *credit crunch* lo Stato potrà prestare moneta alle banche emettendola direttamente. Interverrà la BCE che, tramite uno strumento mensile di controllo delle fluttuazioni (*crawling peg*) e in caso concedendo direttamente denaro, impedirà che l'euro "nazionale" superi la percentuale di oscillazione concordata. A quel punto, dopo un anno o due, stabilizzata la valuta, il divorzio potrebbe avvenire senza troppi danni collaterali. La strada del nuovo SME non avrebbe certo i costi di una rottura violenta, ma per percorrerla servirebbe una variante all'articolo 50. E visti i tempi della Commissione quanti anni dovremo attendere? Basti pensare che per scrivere il Trattato ne sono serviti nove.

L'ultima opinione euro-scettica che riportiamo è quella di un altro Premio Nobel per l'economia<sup>81</sup>: Amartya Sen apre una porta attraverso la quale probabilmente passeranno in molti. Dice che «l'euro è stato un'idea orribile». Non che la moneta unica ora vada disfatta. Ma è stata «un errore» che ha prodotto conseguenze negative per l'Europa e ha spinto ad altri errori: tra questi il peggiore è l'imposizione ai Paesi più deboli delle politiche di austerità. Sen è un economista di origine indiana, Premio Nobel, e filosofo.

---

<sup>81</sup> Fonte: Corriere della Sera, versione cartacea, articolo di Danilo Taino del 21 Maggio 2013.

Sen insegna all'università americana di Harvard ma spesso anche a Oxford e Cambridge perché, dice, si sente europeo, «molto legato alla Gran Bretagna e all'Italia». In effetti, nel 1973 sposò in seconde nozze Eva Colorni, figlia di Eugenio Colorni, uno degli estensori del Manifesto europeista di Ventotene: con Altiero Spinelli (un altro dei tre autori del Manifesto) ebbe rapporti frequenti. Non parte insomma da pregiudizi anti-europei. Egli si dice però preoccupato della dinamica politica nella UE:

«Mi preoccupa molto quello che succede in Europa, l'effetto della moneta unica. Era nata con lo scopo di unire il continente, ha finito per dividerlo. I greci contro i tedeschi imperialisti, i tedeschi contro i greci fannulloni. Io vedo molto nazionalismo in Europa. L'euro è stato un'idea orribile. Lo penso da tempo. Un errore che ha messo l'economia europea sulla strada sbagliata. Una moneta unica non è un buon modo per iniziare a unire l'Europa. I punti deboli economici portano animosità invece che rafforzare i motivi per stare assieme. Hanno un effetto-rottura invece che di legame. Le tensioni che si sono create sono l'ultima cosa di cui ha bisogno l'Europa. Chi scrisse il Manifesto di Ventotene combatteva per l'unità dell'Europa, con alla base un'equità sociale condivisa, non una moneta unica. Quando tra i diversi Paesi hai differenziali di crescita e di produttività, servono aggiustamenti dei tassi di cambio. Non potendo farli, si è dovuto seguire la via degli aggiustamenti nell'economia, cioè più disoccupazione, la rottura dei sindacati, il taglio dei servizi sociali. Costi molto pesanti che spingono verso un declino progressivo. A quell'errore è stata data la risposta più facile e più sbagliata, si sono fatte politiche di austerità. L'Europa ha impiegato anni a costruire lo Stato sociale. Ora rischia di distruggerlo, nell'Educazione, nella Sanità, nella rete di sicurezza sociale. L'Europa ha bisogno di riforme: pensioni, tempo di lavoro, eccetera. E quelle vanno fatte, soprattutto in Grecia, Portogallo, Spagna, Italia. Ma non hanno niente a che fare con l'austerità, con tagli indiscriminati. È come se avessi bisogno di aspirina ma il medico decide di darmela solo abbinata a una dose di veleno: o quella o



niente. No, le riforme si fanno meglio senza austerità, le due cose vanno separate. Credo che derivi dall'esperienza della riunificazione tedesca. Allora l'austerità fu necessaria. Ma attenzione, fu un'austerità fatta pagare a chi stava meglio, alla Germania occidentale. Oggi, al contrario, la si applica ai Paesi messi peggio. La Germania ha sicuramente beneficiato della moneta unica. Oggi abbiamo un euro-marco sottovalutato e una euro-dracma sopravvalutata, se così si può dire. Ma non credo che ci sia uno spirito del male tedesco. Non ci sono malvagi in questa cosa terribile che sta succedendo. È che hanno sbagliato anche i tedeschi. E si è finiti con la Germania denigrata. Finora i francesi non hanno protestato abbastanza contro questa impostazione. E nemmeno il bravo economista Mario Monti è riuscito a farlo. Il presidente francese Hollande ha detto cose importanti, ha proposto un'organizzazione politica dei 27 partner, non un accordo tra un paio di Paesi. È molto importante. Spero che l'Italia lo segua. La strada da seguire è l'unità europea. Inoltre, l'austerità non è irreversibile. Basta guardare al Giappone che dopo anni ha cambiato politiche e sta crescendo a un ritmo del 3,5% su base annua. E gli Stati Uniti, che non hanno scelto l'austerità, crescono più dell'Europa e anche il loro rapporto tra deficit e Prodotto interno lordo migliora perché cresce il denominatore. Oggi serve molto pensiero politico. Per questo mi è piaciuto Hollande. Infine, bisogna migliorare l'istruzione a cui dò parecchia importanza, visto che il successo economico dei Paesi asiatici è dovuto soprattutto alla preparazione, a cominciare dall'India e dal Giappone ma anche Singapore, Hong Kong, Taiwan, Corea del Sud e ovviamente la Cina. Hanno tutti seguito una rotta focalizzata sull'istruzione e sulla qualità del lavoro. Dovreste tenerne conto, in Europa. Il 60% di giovani disoccupati in Grecia fa crollare la qualità del lavoro: crescere sarà più difficile»<sup>82</sup>.

---

<sup>82</sup> *Nota personale di Davide Benza: ho lasciato per ultima questa opinione, perché è quella con la quale mi trovo maggiormente in accordo.*

## CAPITOLO TERZO

### La crisi del debito dell'Euro zona.

#### 3.1) Introduzione

Dall'intensificazione delle crisi nel Settembre 2008, tutti i rendimenti dei bond governativi a lungo termine dell'euro zona in relazione ai *Bund* tedeschi sono stati caratterizzati da processi altamente persistenti con andamenti crescenti per i Paesi con basi fiscali più deboli. Tra il primo Settembre 2008 e il 4 Agosto 2011, tre fattori possono spiegare lo sviluppo registrato negli spread sovrani:

1. Un fattore di rischio aggregato regionale.
2. Il rischio di credito *country-specific*.
3. Lo *spillover effect* (effetto domino) proveniente della Grecia: la ricaduta che il tracollo greco ha sugli altri Stati.

Nello specifico, l'avversione più alta al rischio ha aumentato la domanda di *Bund* e ciò è all'origine degli spread di tutta l'euro-zona, inclusi Stati quali l'Austria, la Finlandia ed i Paesi Bassi. I rating dei singoli Stati hanno giocato un ruolo chiave nello sviluppo degli spread per la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo e la Spagna. Infine, il problema greco ha contribuito a rendere più deboli anche gli altri Stati più deboli: l'Irlanda, l'Italia, il Portogallo, la Spagna, il Belgio e, infine, anche la Francia.

Dopo il collasso della Lehman Brothers (Settembre 2008), i rendimenti dei bond a lungo termine riferiti ai *Bund* tedeschi hanno iniziato a crescere dopo ben dieci anni di stabilità a livelli bassissimi. In un primo momento, l'incertezza a livello globale e, nell'euro-zona, il salvataggio in extremis della più grande banca irlandese da parte del proprio Governo, potrebbero aver costituito un fattore fondamentale negli spread di tutta Europa. La situazione è un po' migliorata nel corso della primavera del 2009, riducendosi in parte l'incertezza e successivamente all'annuncio di stringenti misure di stabilizzazione fiscale da parte del Governo irlandese (22/02/2009).

Il 16 Ottobre 2009, il Primo Ministro greco George Papandreou nel suo primo discorso al Parlamento rivelò che sussistevano pesanti problematiche di bilancio e immediatamente dopo il 5 Novembre il Governo greco ammise che il deficit del 2009 era il 12,7% del PIL, più del doppio di quanto volutamente comunicato dal Governo precedente. Da allora gli spread iniziarono a crescere sempre più in quasi tutti gli Stati, causando così la più grave crisi monetaria dell'Unione Europea dalla sua fondazione. La tensione si registra in tutti i Paesi tra il 2008 ed il 2011 e lo spread *vis-à-vis* con i *Bund* tedeschi risulta crescente persino nei Paesi dotati di una solida politica di bilancio, quali l'Austria, la Finlandia e i Paesi Bassi. Nessuno aveva previsto che gli sviluppi nei rendimenti dei bond di molti Paesi fossero il risultato di un ri-assestamento dei prezzi del mercato del rischio di credito dei Governi. Infatti, le agenzie di rating non avevano ancora modificato le loro valutazioni sul rischio di credito dei bond di quegli Stati, mantenendo la tripla A. Allora per quale motivo gli spread dei Paesi con bilanci solidi è cresciuto con la crisi finanziaria? E perché gli spread dei Paesi più deboli sono cresciuti a dismisura? Esiste la prova che i downgrade di alcuni Paesi (Grecia, Irlanda, Portogallo) possano influenzare gli spread delle altre nazioni? I fattori da analizzare sono sostanzialmente tre.

I fattori che influiscono sui rendimenti dei bond sono associati al rischio aggregato, quello *country-specific* e quello di contagio. Il rischio generale è indotto dai cambiamenti nella politica monetaria, dall'incertezza globale e dall'avversione al rischio, mentre quello di una singola nazione è collegato alle variazioni della probabilità di default, alla capacità di far crescere il mercato primario ed ai fattori di liquidità del secondario.

In una prospettiva di *policy making*, è molto importante separare il discorso sulla liquidità ed i fattori di contagio dal rischio aggregato e di default, perché un intervento da parte della Banca Centrale può avere successo solo se i mercati finanziari riescono a far fronte ai problemi tecnici di liquidità e al rischio di contagio. Se, al contrario, la crescita degli spread è

dovuta ai fattori aggregati e al rischio di default sovrano, allora la Banca Centrale ha ben poche possibilità di manovra.

L'alta avversione al rischio ha incrementato la domanda di *Bund* tedeschi, incidendo sugli spread di tutta l'Euro-zona, inclusi Austria, Finlandia e Paesi Bassi. Durante la crisi finanziaria, i *Bund* hanno beneficiato dello status di *safe haven* (bene rifugio), che ha storicamente caratterizzato la tesoreria americana e svizzera, lo Yen giapponese e l'oro.

I rating di credito *country-specific* hanno giocato un ruolo chiave nello sviluppo degli spread dei Paesi c.d. "Pigs": Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna. È utile puntualizzare che gli investitori istituzionali, quali i fondi pensione e gli assicuratori, sono obbligati per legge o per proprio statuto a comprare e detenere un certo quantitativo minimo di bond. Inoltre, i rating di credito sono utilizzati dai *regulators* per stabilire i requisiti di capitale delle banche e possono impattare sui loro portfolio in quanto solo le disponibilità con alto rating sono idonee quale garanzia per ottenere credito dalla banca centrale. Pertanto, un downgrade può generare uno *shift*, che può influire significativamente sul rendimento dei buoni.

Infine, il downgrade della Grecia ha contribuito a far salire gli spread anche in Irlanda, Spagna, Portogallo, Italia, Francia e Belgio. Le agenzie di rating hanno portato il rischio di contagio persino a livelli più alti. Per esempio, quando Moody's ha declassato i buoni del tesoro portoghesi (5 Luglio 2011) da Baa1 a Ba2 ed ha annunciato prospettive negative per il Portogallo, è stato argomentato che un rifinanziamento volontario del debito greco implicherebbe un aumento del rischio che le partecipazioni del settore privato possano diventare una condizione preventiva per un addizionale giro di prestito anche al Portogallo. In altre parole, il Portogallo non era stato giudicato principalmente sulla base del proprio reale stato di bilancio.

Dal punto di vista di un *policy maker*, per salvaguardare la stabilità del sistema finanziario europeo, la più alta priorità è ridurre il rischio di insolvenza degli Stati e contrastare il rischio di contagio. Le istituzioni

saranno in grado di eliminare il gap tra spese ed entrate? Taglieranno la spesa e/o alzeranno le tasse abbastanza da rendere il debito sostenibile? La sfida che bisogna affrontare riguarda la riduzione delle spese inefficienti ed evitare l'inflazione, attraverso riforme strutturali. Nel lungo periodo, la sfida chiave è l'intensificazione dell'unione politica europea, possibilmente con un'istituzione che garantisca una disciplina fiscale ai singoli Paesi europei.

Come già detto, dall'intensificazione della crisi finanziaria del 2008 con il collasso della Lehman, i rendimenti dei bond statali confrontati con i *Bund* tedeschi sono cresciuti dopo circa 10 anni di stabilità a livelli molto bassi. In un primo tempo, l'incertezza globale e, nella zona Euro, il salvataggio della più grande Banca irlandese da parte del Governo d'Irlanda potrebbero aver giocato un ruolo chiave nello sviluppo degli spread. La situazione è iniziata a migliorare nel corso della primavera e dell'estate del 2009 dato che l'incertezza globale si è ridotta a seguito degli annunci da parte del Governo irlandese di stringenti misure di politica di stabilizzazione del debito a Febbraio 2009. Il 16 Ottobre 2009, dopo il discorso di Papandreu in merito alle stime del debito sovrano greco, gli spread iniziarono a salire come non si era mai registrato prima. Una questione importante in questo campo è l'identificazione delle variabili da utilizzare quali *proxy* (indicatori statistici).

Molte delle relazioni che verranno esposte sono già state studiate in letteratura, ma l'utilizzo di dati ad alta frequenza, la focalizzazione sul periodo di crisi e il modellamento dell'alta persistenza sono argomenti nuovi.

I modelli empirici esistenti<sup>83</sup>, alcuni dei quali saranno analizzati nel prossimo capitolo, non sono molto utili per spiegare l'entità degli spread di certi Paesi, perché non spiegano la forte persistenza degli spread ad alti livelli, né la crescita della domanda di *Bund* tedeschi, né tantomeno il rischio di default degli Stati.

---

<sup>83</sup> Favero *et al.*, 2010, Gerlach *et al.*, 2010, Arghyrou e Kantonikas, 2010.

Anzitutto, dobbiamo identificare un fattore di rischio comune tra gli Stati dell'Euro-zona. Gli spread dei Paesi con un bilancio ritenuto solido seguono di norma l'andamento dei titoli garantiti dal Governo tedesco a dieci anni: sia i *Bund*, sia i titoli emessi dal *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (o KfW: la cassa depositi e prestiti che finanzia appalti, PMI e infrastrutture sotto la supervisione del ministero delle finanze federale) che, in quanto garantiti entrambi dallo Stato di Germania, incorporano il medesimo rischio. Poiché la componente di rischio nei rendimenti delle agenzie è supposta essere la stessa di quella dei bond emessi direttamente dal governo che li garantisce<sup>84</sup>, ogni differenza tra i rendimenti dei titoli statali e quelli emessi dalle agenzie dovrebbe riflettere le preferenze degli investitori in merito al rischio e alla sicurezza dei titoli stessi, quali i *Bund* tedeschi.

Lo spread a 10 anni tra i titoli KfW e i *Bund* è regolarmente cresciuto da 10-15 punti base, prima della crisi finanziaria, grazie al premio di liquidità, sino a 90 punti base nel primo quarto del 2009, il che è principalmente dovuto alla crescente domanda, da parte degli investitori, di titoli ritenuti sicuri.

Per misurare l'incertezza globale e l'avversione aggregata al rischio, solitamente si fa riferimento allo spread con i bond americani e il c.d. "VIX": l'indice di volatilità americano. Le due serie si sono mosse all'unisono con il rapporto KfW-*Bund* fino a fine 2009, sono scese in picchiata nel corso del 2009, ma poi hanno perso il sincronismo. I KfW-*Bund* sono cresciuti ancora, dato che nel 2010 e 2011 tutta l'Euro-zona è entrata in crisi e gli unici titoli ritenuti sicuri erano quelli tedeschi. La più alta domanda di *Bund* è la ragione fondamentale alla base degli sviluppi degli spread austriaci, finlandesi e olandesi durante la crisi e, parzialmente, può persino spiegare gli spread di tutta l'Europa. Tale avversione al rischio, e la conseguente richiesta di *Bund*,

---

<sup>84</sup> Longstaff (2004) e Schwarz (2010).

si riflette negli spread di tutti i Paesi, ad eccezione della Grecia e della Spagna, i cui problemi interni giocano un ruolo molto più rilevante.

Da una prospettiva di *policy making*, è importante separare l'analisi della liquidità dai motivi che spingono ad acquistare beni-rifugio (oro, *Bund*, *etc.*), perché un eventuale intervento della Banca Centrale può avere un effetto decisivo soltanto se i mercati finanziari godono della capacità di fronteggiare i problemi di liquidità. Se, invece, la crescita degli spread è dovuta solo alla ricerca, da parte dei mercati e degli investitori, di *safe haven* (beni rifugio, per l'appunto), allora le possibilità di manovra della Banca Centrale si riducono considerevolmente.

Molti studi<sup>85</sup> hanno utilizzato lo spread tra KfW e Bund per spiegare gli effetti delle variazioni di prezzo. Comunque, separare gli effetti dovuti alla ricerca di sicurezza da quelli impliciti nella ricerca di liquidità è molto difficile, in quanto le due cose sono strettamente correlate<sup>86</sup>. Dall'analisi degli spread, dei volumi delle transazioni, così come da quella dei titoli a lungo termine (che sono spesso utilizzati per il *pricing* sui mercati primari e secondari), si evince che la necessità di liquidità ed i fattori di rischio hanno giocato solo un ruolo marginale durante la crisi.

A seguito delle crisi derivanti dalla scoperta del reale debito greco, alla fine del 2009, anche gli spread di Spagna, Belgio, Francia e Italia potrebbe trovare una spiegazione nei flussi di investimento verso la Germania, i cui titoli erano ritenuti più sicuri. Ad ogni modo, gli sviluppi nel 2010 e 2011 erano stati esagerati cosicché gli spread di Grecia, Irlanda e Portogallo avevano raggiunto a Luglio 2011 rispettivamente 1600, 1200 e 1100 punti base. In maniera simile, quelli di Spagna e Italia avevano raggiunto i 400 punti base, il Belgio 200 e la Francia 90.

---

<sup>85</sup> McCauley, 1999; Schwarz 2010; Monfort & Renne, 2011

<sup>86</sup> Ericsson & Renault, 2006

Gli operatori del mercato finanziario erano arrivati a ritenere che il rischio di insolvenza per questi Paesi fosse deteriorato nel corso del 2010 e 2011. Dal punto di vista del *pricing* delle attività finanziarie, di certo, i cambi nelle probabilità di default hanno avuto un impatto sull'equilibrio dei premi richiesti per sostenere il rischio di credito. Pertanto, le analisi econometriche hanno iniziato ad incorporare il controllo dei deficit pubblici (che in prima approssimazione danno un'idea del rischio di insolvenza), come riportato dalle pubblicazioni di Aprile e Ottobre di Eurostat. Scopriamo così che il deterioramento dei conti pubblici ed i rating dei Paesi giocano un ruolo determinante nelle crisi<sup>87</sup>.

In considerazione del fatto che le agenzie di rating dovrebbero provvedere a dare indicazioni verosimili della probabilità di default, si utilizzano i rating quali indicatori del rischio di credito, trasformando di fatto le valutazioni (sia i rating veri e propri, sia le previsioni) di Standard & Poor (S&P), Moody's Investors Service (Moody's) e Fitch in una variabile discreta, che codifica le decisioni delle agenzie stesse. Le agenzie di rating dovrebbero misurare il rischio di fallimento mirando ad un orizzonte di lungo periodo e non dovrebbero essere condizionate dai cicli economici<sup>88</sup>, una visione che è stata empiricamente confermata<sup>89</sup> per quel che riguarda il settore delle *corporate* (societario). In letteratura sono presenti molti studi sull'impatto degli annunci sui rating delle società di capitali, ma esistono pochi testi in merito agli effetti che possono avere sui tassi di rendimento dei titoli di Stato. Esiste, tuttavia, una prova evidente di tali effetti anche sulla misura e sulla volatilità dei prestiti<sup>90</sup> e sui rendimenti dei buoni del tesoro nei

---

<sup>87</sup> Barrios, et al., 2009, Haugh, et al., 2009, Attinasi, et al., 2010, Borghy, et al., 2011, Ejsing, et al., 2011, Amisano e Tristani, 2011

<sup>88</sup> Cantor, 2001

<sup>89</sup> Altman e Rijken, 2004

<sup>90</sup> Kraussl, 2005



mercati emergenti<sup>91</sup>. Esistono anche studi che dimostrano l'esistenza di un effetto *spillover* (di ricaduta: domino) tra i Paesi della comunità<sup>92</sup>.

È qui utile ricordare ancora che gli investitori istituzionali, quali i fondi pensione e le assicurazioni, sono obbligati per legge o per proprio statuto ad acquistare e detenere buoni del tesoro in un certo quantitativo minimo. Inoltre, i rating delle agenzie hanno portato il rischio di contagio ai massimi livelli (abbiamo già citato l'esempio del declassamento dei buoni portoghesi da parte di Moody's): l'effetto domino fa sì che il cambio di rating del debito sovrano di uno Stato influenzi significativamente gli spread di tutti gli altri. Senza tenere conto del fatto che un giudizio di rating possa giungere da un'agenzia piuttosto che da un'altra, le analisi regressive dimostrano chiaramente che la crisi greca ha generato forti aumenti dei debiti sovrani in Irlanda e Portogallo e, anche se in misura minore, è correlata anche a quelli di Italia, Spagna, Belgio e Francia. L'effetto *spillover* proveniente dall'Irlanda ha a sua volta influenzato altri Paesi con economie deboli, sebbene la ricaduta principale giungesse dalla Grecia in maniera più ampia e predominante.

Senza entrare troppo nello specifico del processo matematico-statistico, ma a titolo di completezza, specifichiamo che la nostra analisi regressiva econometrica si dipanerebbe in 4 passi principali:

- 1) Utilizziamo regressioni preliminari, che mostrano che nel periodo tra Settembre 2008 ed Agosto 2011 gli spread sono costantemente in crescita, fenomeno che non può essere spiegato dalle variabili utilizzate tradizionalmente in letteratura.
- 2) Mostriamo che i test sulle radici unitarie degli spread e le loro potenziali determinanti non possono essere rifiutate durante i periodi di crisi.

---

<sup>91</sup> Reisen and von Maltzman, 1999

<sup>92</sup> Gande & Parsley, 2005, Manganelli & Wolswijk, 2009, Afonso, et al., 2011, Arezki, Candelon & Sy, 2011

- 3) Stimiamo il modello usando metodologie di co-integrazione per identificare una descrizione particolareggiata.
- 4) Costruiamo un modello di correzione degli errori a vettori strutturali basato sulle stime degli OLS dinamici<sup>93</sup> allo scopo di accertare la causalità tra gli spread, i rating e il rischio di contagio.

### 3.2) *Il fallimento delle recenti spiegazioni economiche*

Analisi empiriche recenti<sup>94</sup>, condotte prima della crisi finanziaria scaturita nel 2010, hanno evidenziato che il fattore di rischio internazionale è il principale pilota degli spread dell'Euro-zona, mentre il rischio legato alla liquidità gioca un ruolo minore se il rischio aggregato cresce. Allo stesso tempo, la dimensione del settore bancario è un'importante variabile che spiega gli spread, quando il rischio aggregato aumenta, e che un settore bancario eccessivamente vasto è potenzialmente una fonte di rischio finanziario per i Governi, quando la percezione del rischio generale cresce. Infine, è stato dimostrato<sup>95</sup> come il fattore di rischio internazionale – approssimato utilizzando l'indice di volatilità del mercato americano (VIX) – e i singoli fattori *country-specific* legati alla competitività internazionale siano all'origine degli sviluppi negli spread durante le crisi finanziarie. Possiamo verificare e replicare le loro scoperte prima delle crisi finanziarie, ma non ci aiutano ad interpretare gli sviluppi degli spread nel periodo tra il 2008 e il 2011. Questo prova che vi sia stato uno *shift* (cambiamento)

---

<sup>93</sup> *Least squares*: il metodo dei minimi quadrati è un approccio che permette di approssimare una soluzione, per esempio quando si ha un set di equazioni in cui esistono più equazioni che incognite. “Ultimi quadrati” significa che la soluzione generale minimizza la somma dei quadrati degli errori di tutti i risultati di tutte le singole equazioni. I c.d. “residui” consistono nella differenza tra i valori forniti da un modello e quelli osservati. I problemi si dividono in due categorie: lineari o ordinari e non lineari o non ordinari. Nella nostra analisi, considereremo gli OLS (*ordinary least squares*), ovvero i casi in cui i residui possono esser definiti sotto una forma lineare, per tutte le incognite. Questo metodo fu descritto, per la prima volta nel 1794, da Carl Friedrich Gauss, nella sua famosa analisi statistica riguardante le “distribuzioni normali”.

<sup>94</sup> Favero et al., 2010, Gerlach et al., 2010

<sup>95</sup> Arghyrou e Ktonikias, 2010

sorprendente nel comportamento di *pricing* (formazione dei prezzi) nel mercato.

Questo può risultare, a sua volta, da due tipi di cambiamenti:

- 1) Una variazione nei giudizi del mercato riguardo alla sottoscrizione del rischio (i debitori sono considerati più rischiosi che in passato).
- 2) Una variazione nel prezzo del rischio (per uno stesso dato ammontare di rischio, il compenso richiesto dagli investitori per sopportare il pericolo di una perdita, è più alto che in passato), a causa di una più alta avversione al rischio.

In particolare, grazie agli studi eseguiti da Favero (*et al.*, 2010), confrontando il periodo 2008-2011 con il periodo 2002-2003 scopriamo che:

- 1) Gli spread di tutti i Paesi sono diventati molto più persistenti;
- 2) La correzione delle scadenze non è più statisticamente significativo;
- 3) Il coefficiente del fattore di rischio internazionale aggregato è statisticamente significativo solo in 3 casi: Austria, Finlandia e Olanda;
- 4) Gli spread sono positivi e statisticamente significativi in 7 casi su 9;
- 5) Infine, in linea con le ipotesi di Favero (*et al.*, 2010) che ritengono che il valore di equilibrio della liquidità tenda ad essere più basso negli Stati peggiori, l'interazione tra liquidità e fattore di rischio aggregato ha sempre un impatto negativo sui differenziali di rendimento, sebbene il coefficiente sia statisticamente significativo e ridotto in cinque casi su nove.

I coefficienti del fattore di rischio aggregato internazionale è piuttosto ridotto, pertanto non aiuta molto ad interpretare gli sviluppi degli spread dell'Euro zona.

Secondo studi ulteriori effettuati da Gerlach (*et al.* 2010), il differenziale tra le attività totali detenute dal settore bancario in relazione al PIL in Austria, Belgio, Spagna, Finlandia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Grecia, Irlanda confrontato con i Paesi di benchmark misura il rischio di default *country-specific*. Il termine di interazione permette di far variare il

rischio di default insieme con il rischio aggregato, se ipotizziamo che maggiore è il rischio aggregato più alto sarà presumibilmente il ricorso delle banche al supporto pubblico (acquisto di titoli di Stato, tendenzialmente ritenuti più sicuri), che quindi deteriora in maniera ulteriore la posizione fiscale dei Governi.

I rilievi statistici sono effettuati con tempistiche diverse, visto che i dati finanziari sono sempre disponibili, mentre le informazioni macroeconomiche possono essere ottenute mensilmente (le attività bancarie) o ogni quattro mesi (PIL). Gerlach suggerisce, nell'uso dei modelli, di tener valida e costante la frequenza più bassa, fino a quando non sopraggiunge una nuova osservazione più aggiornata. Utilizzeremo questo approccio in tutto il nostro studio.

I risultati sul rischio aggregato e sul rischio di liquidità diventano così positivi e statisticamente significativi in 8 casi su 9. Essi, suggeriscono, peraltro che, in tempi di crisi, il rapporto tra attività bancarie e PIL non è un buon indicatore del rischio di default.

Le variabili di liquidità sono economicamente importanti durante i periodi di crisi, dato che la liquidità è un fattore fondamentale che influisce sugli spread<sup>96</sup>. Nel prossimo capitolo mostreremo che non è questo il caso, perché terremo separatamente in considerazione la forte persistenza al rialzo degli spread. In ogni caso, Beber (*et al.*, 2009) deduceva anche che le differenze tra Paesi nella qualità del credito giocano un ruolo ancor più determinante e permettono di effettuare una correlazione con il CDS (*credit default swap*). La nostra analisi, invece, si soffermerà direttamente sui fattori di sottoscrizione del credito, quali i bilanci degli Stati ed i giudizi sui rating, sino a mostrare che nel periodo compreso tra il 2008 ed il 2011 i CDS sono guidati dagli stessi fattori che influenzano gli spread.

---

<sup>96</sup> Beber (*et al.*, 2009)

Arghyrou e Kontonikas hanno eseguito uno studio nel 2010, rilevando che il fattore di rischio internazionale (il *log* del VIX: le registrazioni nelle variazioni dell'indice di volatilità) e la competitività degli Stati (il *log* dei tassi di cambio reali deflazionati o depurati dall'indice dei prezzi al consumo) possono spiegare gli sviluppi che hanno avuto gli spread mensili in tutti i Paesi nel periodo tra Agosto 2007 e Aprile 2010. I due studiosi, però, non tengono in considerazione il rischio di contagio della crisi greca, dato che presuppongono che in un'Unione monetaria gli spread dovrebbero tendere a muoversi all'unisono e, pertanto, questo genera una distorsione dovuta a tale pregiudizio che influenza i coefficienti rilevati.

Più che guardare ai *log* nei tassi di cambio reali, prenderemo in considerazione la relazione tra gli spread e la relativa competitività, il che si traduce nella differenza tra il tasso di cambio effettivo reale di uno Stato e quello tedesco. L'utilizzo della competitività relativa al posto di quella assoluta è giustificato sia da un punto di vista pratico sia teorico. La letteratura in merito alle determinanti degli spread confronta le variabili di regresso di un determinato Paese con quelle dello Stato preso quale benchmark (tipicamente la Germania). Da un punto di vista empirico, durante le crisi gli spread si sono mossi seguendo un trend e questo è il caso del tasso di cambio effettivo reale. Pertanto, la relazione positiva dedotta da Arghyrou e Kontonikas (2010) potrebbe risultare errata o quantomeno imperfetta<sup>97</sup>.

I rilevamenti indicano chiaramente che l'indice di volatilità sarebbe statisticamente significativo solo in tre casi (Austria, Finlandia e Paesi Bassi) mentre il grado relativo di competitività spiega lo spread della Grecia, ma non è un fattore macroeconomico generale, che ha influenzato il *pricing* di tutti gli altri Stati durante le crisi.

---

<sup>97</sup> Granger, *et al.*, 2001

### 3.3) *Breve analisi dei dati*

I modelli di studio sono elaborati utilizzando i dati *country-specific* per la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo, il Belgio, la Spagna, l'Austria, la Finlandia, la Francia e i Paesi Bassi. Dato che i comportamenti nel *pricing* del mercato sono cambiati con le crisi, copriamo il periodo che va dal primo Settembre 2008 al 4 Agosto 2011, con frequenza di aggiornamento giornaliera.

### 3.4) *Rendimento dei buoni, credit default swap*

Utilizziamo il database di Thomson Reuters per analizzare i rendimenti dei buoni del tesoro a 5 e 10 anni così come i CDS a 5 anni. I tassi sono i rendimenti nel mercato secondario dei bond con una scadenza rimanente vicina ai 5 o 10 anni. Gli spread sono computati quali differenza tra i buoni governativi dei vari Paesi e quelli tedeschi con la stessa maturità residua. Gli spread sono misurati in punti base. I dati sono registrati a fine giornata.

### 3.5) *Il rischio aggregato*

Utilizziamo gli spread tra KfW e *Bund* a 5 e 10 anni, rilevati da Bloomberg e computati quale differenza tra il rendimento dei buoni KfW e i corrispondenti buoni del tesoro tedeschi, al fine di misurare il fattore di rischio aggregato regionale. Questo spread può essere usato per misurare la propensione verso le c.d. *flight-to-liquidity* o *flight-to-safety* o *flight-to-quality* (fenomeni che esprimono la tendenza di un mercato finanziario a vendere ciò che è percepito come rischioso o poco liquido, per poi investire in titoli ritenuti più sicuri quali, ad esempio, i buoni del tesoro americani o tedeschi: tali fenomeni hanno solitamente un rapido sviluppo durante i periodi di panico che seguono una crisi finanziaria), generalmente associata ad una più alta avversione al rischio degli investitori.

Gli spread possono anche essere influenzati dall'incertezza generale a livello globale, che è spesso approssimata dallo spread con i buoni del tesoro americani<sup>98</sup> oppure dall'indice di volatilità (VIX). Da questo momento, nella regressione principale, faremo uso del differenziale tra i *corporate bond* americani (con tripla B) indicati da Merrill Lynch e i buoni del tesoro americani con medesima scadenza. Useremo l'indice di volatilità, invece, quale indicatore della robustezza (traduzione dall'inglese: “*robustness check*”<sup>99</sup>). I dati sono disponibili e tratti dal database “Thomson Datastream” e gli spread sono misurati in punti base. I dati sono registrati sempre a fine giornata.

### 3.6) *Il rischio country-specific: rischi di default e deficit degli Stati*

Eurostat pubblica due volte all'anno un report sul rapporto deficit-PIL di tutti gli Stati della Comunità per i precedenti dodici mesi. Utilizziamo questi dati in tempo reale per confrontare l'impatto dei deficit sugli spread e i CDS (*credit default swap*). In considerazione dell'alta credibilità del credito tedesco, si potrebbe obiettare che gli investitori eseguano le proprie decisioni in merito alle strategie di gestione del portafoglio basandosi sulla situazione del deficit del singolo Paese e non in relazione agli sviluppi del debito tedesco. Considerando comunque entrambi i casi, i risultati non variano, ad eccezione che per l'Italia, dove gli spread sono correttamente stimati secondo una relazione inversa con il bilancio italiano, ma in relazione diretta con il differenziale tra il budget di bilancio italiano e tedesco. I risultati generali su tutte le altre variabili non vengono modificati; pertanto per semplicità e rapidità, prenderemo in considerazione solo la prima ipotesi, senza obiezioni.

---

<sup>98</sup> Codogno, *et al.*, 2003; Gerlach, 2010

<sup>99</sup> Un esercizio empirico molto utilizzato in questa tipologia di studi è il c.d. “*robustness check*”, dove il ricercatore esamina il comportamento delle stime di determinati coefficienti *core* (“centrali, chiave”), al variare dei dati. Se i coefficienti risultano plausibili (“robusti”) dopo le variazioni, ciò è comunemente interpretato quale una prova della validità strutturale dell'intero meccanismo di regressione dei dati.

### 3.7) *I rating degli Stati*

I rating del credito sovrano forniscono una stima approssimativa del rischio di default, ed ogni rating si basa su tutta una serie di indicatori, che includono le stime della situazione della finanza pubblica (le dinamiche di sviluppo del debito negli anni passati, l'analisi della situazione del deficit attuale e le previsioni per il futuro, per esempio: i dati sulle pensioni da erogare etc.), il livello dei tassi di interesse, le prospettive di crescita e gli interessi sul debito che dovranno essere pagati alla scadenza.

I rating possono influenzare i mercati finanziari, poiché mettono in relazione e raggruppano tutte le informazioni in merito alla qualità del credito di un Paese. Inoltre, gli investitori istituzionali, come i fondi pensione e le assicurazioni, sono obbligati per legge o per proprio statuto ad acquistare e detenere titoli di Stato in un certo quantitativo minimo. Similmente, i portafogli delle banche dipendono dalle attività che detengono per regolare i propri conti. Di conseguenza, le loro decisioni possono generare uno *shift* notevole nelle condizioni di mercato, che può innescare una reazione sugli spread.

Le tre principali agenzie di rating sono S&P, Moody's e Fitch e tutte utilizzano una scala valutativa in cui gli emittenti ritenuti più sicuri ricevono la tripla A. Come spesso riportato in letteratura<sup>100</sup>, trasformiamo le informazioni sui rating degli Stati in una variabile discreta che codifica le decisioni delle agenzie, utilizzando una scala lineare. I rating sono raggruppati in 22 categorie, da 1 (triplo A) a 22 (default). La presente analisi prenderà in considerazione, oltre alla *rating action*, anche il *credit outlook* e il *credit watch*<sup>101</sup>.

---

<sup>100</sup> Gande & Parsley, 2005; Alfonso, *et al.*, 2011

<sup>101</sup> In generale, gli "stati di allerta" delle agenzie riguardo all'aggiornamento dei rating sono indicati nel modo seguente:

- Il *credit watch*. Un evento che può implicare una variazione del rating. Il rating può apparire in *credit watch* quando è atteso o si è verificato un evento che richiede informazioni aggiuntive per giungere ad una *rating action*. Il *credit watch* può essere positivo (il rating può salire), o negativo (il rating può scendere). Il movimento può



Talvolta, le agenzie di rating abbassano il *credit outlook* e quindi mettono un Paese sotto *credit watch*, altre volte si comportano in maniera diametralmente opposta; in questo secondo caso l'impatto sui mercati è minore. Per questo motivo, alle prime notizie negative (siano esse di *outlook* o di *watch*) è fatto corrispondere un valore di +0,5, mentre la seconda fa aumentare il rating di soli 0,25 punti.

Similmente, le segnalazioni positive (siano esse di *outlook* o di *watch*) diminuiscono il valore di 0,5 e le seconde di 0,25. I dati possono, ovviamente, variare in maniera discreta nel tempo.

Il rating della Grecia è drammaticamente peggiorato nel periodo tra il 2008 e il 2010, seguito dall'Irlanda e dal Portogallo. Anche la Spagna ha subito svariati downgrade del suo debito, mentre l'Italia e il Belgio avevano ricevuto soltanto un *credit outlook* negativo in quel periodo.

### 3.8) *Enfatizzazione dei rischi di contagio per colpa delle società di rating*

La società di consulenza *Advance* ritiene che il *rating* sia “un insieme di procedure analitiche tese a esprimere un giudizio su un particolare aspetto della struttura economico-finanziaria di un'impresa o uno Stato, prendendo in considerazione indici concernenti l'attività operativa e alla struttura finanziaria e patrimoniale”<sup>102</sup>.

---

essere anche di diversi "notch" (scatti). Se un *credit watch* è "developing" significa che la situazione nuova non è chiara e il movimento potrebbe essere positivo o negativo, in funzione delle nuove informazioni. La revisione del rating verrà effettuata il prima possibile, normalmente entro 90 giorni. (Standard & Poor's).

- Il *credit outlook*. Indica il rating al verificarsi dello scenario alternativo. In questo caso non è specificato alcun orizzonte temporale entro il quale la revisione di rating verrà effettuata. Gli *outlooks* hanno un orizzonte temporale più lungo dei *credit watch*, e incorporano trend o rischi le cui implicazioni per la qualità del credito sono più incerte. Mentre il rating riflette una opinione basata sullo scenario più probabile, l'*outlook* indica quale direzione il rating potrebbe prendere se non si verificasse e può essere positivo, negativo o stabile. Esso abbraccia normalmente almeno un biennio.
- Il *rating action*. È la comunicazione di variazione del rating. È l'annuncio relativo ad una variazione del rating. Può essere un miglioramento (*upgrade*) o un peggioramento (*downgrade*); il *rating action* esprime un'esplicita certificazione del rating implicito scontato nel periodo antecedente la migrazione dal mercato.

<sup>102</sup> Fonte: Advance, 2002, Analisi di bilancio, valutazioni, rating e simulazioni, terza edizione, IPSOA.

Tendenzialmente una buona parte della dottrina statunitense ed europea sostiene che nell'assegnazione del *rating* si combinino sia un ruolo valutativo sia un'analisi di elementi qualitativi e quantitativi.

Dunque possiamo concludere che per *rating* si intende “la classificazione di un emittente o di una specifica operazione, in una tra più classi di rischio creditizio, predefinite in modo contiguo e ordinale, di norma indicate con lettere o numeri, a cui saranno collegati tassi attesi, di insolvenza o di perdita, diversi”<sup>103</sup>.

Le società di rating nascono fondamentalmente per far fronte alle asimmetrie informative: le agenzie sono state costituite, per permettere agli agenti di individuare la probabilità di *default* per i vari tipi di titoli, fornendo agli investitori uno strumento di analisi “*screening*”, con il fine di ridurre tali asimmetrie informative e di svelare alcune informazioni nascoste. Questo produce come conseguenza una riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori.

Il *rating* riflette la probabilità di pagamento rapido e completo di titoli di debito in conformità a categorie *standard* di qualità, ponendo l'attenzione sul rischio relativo dei singoli titoli. Le società, dunque, possono essere considerate come veri e propri intermediari informativi. Esse sono interpellate, per esempio, anche nel corso di operazioni commerciali, sempre con lo scopo di arginare le asimmetrie informative tra i mercati. In breve, creano valore attraverso la riduzione dei costi d'informazione del mercato: questa è la prima funzione svolta dalle agenzie<sup>104</sup>.

---

<sup>103</sup> Fonte: De Laurentis, 2001, *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice.

<sup>104</sup> Per completezza, si precisa che esistono altresì altre due fondamentali funzioni delle società di rating (meno importanti per la nostra specifica analisi):

1. La certificazione (ovvero il conferimento “ufficiale” di una valutazione del credito), mediante la quale le società disciplinano e sorvegliano i mercati finanziari. Questa funzione ha un'importanza maggiore nel settore privato, dove è indispensabile la gestione del rischio, in relazione a banche e a fondi di investimento. Ovviamente la funzione di certificazione è indissolubilmente legata a quella informativa.

Tuttavia, al di là della mera definizione tecnico-terminologica, la stessa parola “*rating*” (che deriva dall’inglese “*to rate*”, che significa “giudicare” o “valutare”) lascia subito intendere che alla base di tutto vi sia una valutazione di tipo qualitativo in cui è fondamentale il giudizio dell’analista, che non è fondato solo sull’elaborazione oggettiva e distaccata dei dati. Pertanto, è lecito chiedersi fino a che punto tali giudizi siano imparziali e quando, invece, possano essere oggetto di speculazioni finanziarie che possono mettere in crisi, se non talvolta in ginocchio, persino intere economie e Stati.

È, infatti, successo spesso che le informazioni negative fornite dalle società di rating portassero ad un immediato aumento del tasso d’interesse pagato dall’emittente (che nel caso degli Stati si traduceva in un aumento dello *spread*), generando una spirale di selezione avversa.

Di conseguenza, il loro parere sulla solvibilità dell’emittente diventa fondamentale, poiché gli investitori sono largamente condizionati da valutazioni che *dovrebbero* essere imparziali.

È altresì vero che il perno su cui si sviluppa (o si dovrebbe sviluppare) il business si basa sul principio dell’indipendenza delle agenzie, garantendo la pluralità delle stesse. Tale principio nella sua semplicità dovrebbe essere ben impresso nella mente di tutti: emittenti, investitori, etc.

La valutazione fornisce un quadro generale per l’emissione dei titoli e il loro investimento e inoltre permette di comparare vari rischi. Le agenzie acquisiscono informazioni, ma non operano in maniera simile alle banche. Infatti, mentre le istruzioni bancarie assumono una partecipazione finanziaria

- 
2. La normalizzazione: si tratta di un monitoraggio lungo tutto l’arco di vita di un titolo, che permette una visione completa del mercato ed evita che l’agente operi in maniera opportunistica, prendendo decisioni a proprio favore. L’emittente vende un titolo di debito all’investitore. L’investimento ricevuto per un determinato titolo di debito sarà più alto in proporzione al presunto credito dell’emittente. In tale momento, entra in gioco l’agenzia, essa riceve il pagamento e le informazioni da parte dell’emittente, in cambio le notizie sono analizzate e condensate in una valutazione sulla sua situazione creditizia. Il rating successivamente viene comunicato agli investitori, convinti di una valutazione veritiera, in quanto ritengono affidabile l’agenzia stessa.

analizzando le attività delle singole imprese, queste società non si assumono alcuna partecipazione finanziaria nell'analisi dei titoli di debito e dunque non sono incentivate direttamente a offrire il miglior servizio possibile.

È di fondamentale importanza ricordare che non esistono meccanismi che vanno ad agire direttamente sul controllo di tali agenzie, la qualità delle loro valutazioni è osservabile solo *ex post*, tuttavia risulta difficile ritenere tali società responsabili.

Esse sono considerate indispensabili per perseguire l'obiettivo della "stabilità finanziaria" per la quale è estremamente importante la fiducia nel sistema da parte di tutti gli agenti. Le valutazioni contribuiscono ad accrescere tale fiducia, infatti correlano categorie di rischio con tassi di *default*, sono rese disponibili senza alcun costo diretto a tutti i partecipanti del mercato e si basano sulla reputazione.

In sintesi possono essere considerati un semplice strumento per influenzare il comportamento degli individui nei mercati finanziari. Le regolamentazioni si basano su tre aree fondamentali:

- comunicazione dei requisiti;
- restrizione agli investimenti;
- requisiti patrimoniali.

Il primo settore serve a definire i requisiti, ad esempio il rilascio di speciali prodotti finanziari.

Le autorità di regolamentazione utilizzano il secondo settore per imporre alcune restrizioni, su alcuni istituti finanziari; un esempio abbastanza diffuso negli *USA*, consiste nel vietare la detenzione di investimenti con basso *rating* o addirittura privi di valutazione.

L'ultima fa riferimento a tutte le norme concernenti i requisiti patrimoniali. Essi sono dunque utilizzati per determinare il rischio delle singole attività ed i capitali necessari per evitare l'insolvenza. Il *rating* dovrebbe aiutare a prevenire l'instabilità finanziaria.

Le valutazioni avvengono secondo una tempistica e fasi che possono essere considerate omogenee nell'ambito delle principali agenzie, mentre le più marcate differenze riguardano soltanto e soprattutto la pura espressione formale del giudizio.

Ricordiamo che i meccanismi di regolazione messi a punto dalle organizzazioni e dalle varie istituzioni finanziarie internazionali riguardano soltanto la definizione di *standards* utili al coordinamento delle autorità di vigilanza ovvero relativi all'attività esercitata dagli operatori del mercato, non, invece, l'architettura del sistema di vigilanza pubblica dei mercati, che resta saldamente nel dominio dei singoli legislatori nazionali.

In un tale contesto, l'attuale quadro regolatorio internazionale appare inadeguato a controllare il rischio sistemico nei mercati finanziari in maniera efficiente, risultando gli sforzi diretti a enucleare una regolazione internazionale in questo settore ancora inefficienti, frammentati e carenti di legittimazione politica, ove pure ritenuta necessaria.

Il rafforzamento della vigilanza pubblica e la progressiva ri-regolazione dei mercati, riscontrati sia negli Stati Uniti sia in Europa possono essere inquadrati, in un primo tentativo di sistematizzazione, in una tendenza a costruire un ordine pubblico proprio dei mercati finanziari.

Comunque per comprendere meglio la situazione è necessario analizzare gli elementi fondamentali che portano alla creazione del *rating*.

Il giudizio delle agenzie è considerato quale un vero e proprio “biglietto da visita” nei vari segmenti del mercato, dunque, si configura come un elemento di fondamentale importanza per gli agenti.

Tuttavia, spesso ci si dimentica che quello delle agenzie è comunque un parere soggettivo e inoltre che gli eventuali danni, procurati da un'errata valutazione, non fanno parte del contratto da loro stipulato.

Poiché non esistono strumenti giuridici che permettano la corretta valutazione delle opinioni espresse dall'agenzia, il valore e la qualità dei

giudizi dipendono interamente dall'incentivo di suddette società a mantenere un elevato grado di reputazione nella comunità finanziaria.

Elenchiamo i maggiori problemi che affliggono le valutazioni:

- *power without accountability*: il loro ruolo è limitato a quello di un osservatore passivo, che esercita una certa influenza nel mercato finanziario, ma che poi non si assume alcuna responsabilità;
- *conformity bias*: i dati evidenziano come le principali agenzie raramente assegnino giudizi divergenti agli stessi debitori; ciò ha spesso portato ad affermare che ci sia un problema di eccessiva conformità nei giudizi, caratteristica che viene inoltre confermata dal fatto che, qualora un debitore creda di essere stato valutato inadeguatamente, non vi è alcuna possibilità di aggiornamento;
- *socio-cultural bias*: vi è un diffuso sospetto che le valutazioni da parte delle maggiori compagnie anglo-americane siano caratterizzate da aspetti discriminatori nei confronti di emittenti che non seguono gli ideali anglo-americani nella loro gestione e nelle loro pratiche finanziarie;
- *punishment of disobedient firms*: esse forniscono delle stime anche in assenza di un mandato specifico; in passato le agenzie hanno spesso discriminato quelle imprese che non hanno richiesto un *rating* e che quindi non hanno pagato per tale servizio;
- *procyclical bias*: un esempio importante, a tal proposito, è fornito dal comportamento delle compagnie di *rating* in seguito alla crisi asiatica del 1997-1998, in cui esse non hanno dato alcun segnale di avvertimento, se non dopo che il periodo di turbolenza nei mercati asiatici fosse già iniziato, e tale situazione si è ripetuta anche nella recente crisi mondiale: il giorno prima che fallisse, la *Leman's Brothers* godeva ancora di un rating molto alto (A+).

Analizzando l'ultimo punto, possiamo trovare uno dei principali problemi che affligge tali società e che spesso va a sfociare in vere e proprie crisi economiche di entità più o meno grave: il cosiddetto rischio sistemico.

Con tal espressione si vuole intendere il pericolo che un certo evento, o meglio uno “*shock*”, possa innescare una serie di perdite, creando un effetto domino all'interno d'istituzioni o mercati che vanno a costituire un sistema.

Ed ecco il punto fondamentale: si delinea un **ampio rischio di contagio**. Un esempio plausibile potrebbe essere fornito da un'improvvisa contrazione monetaria, la quale dà origine a una sostanziale variazione nella curva dei rendimenti, oppure una repentina correzione delle attese, in seguito ad eventi disastrosi, come lo scoppio di una bolla speculativa<sup>105</sup>.

Ci sono diverse teorie che spiegano la nascita e la crescita delle crisi derivate dal rischio sistemico, una di queste sottolinea il ruolo delle asimmetrie informative.

Dopo che lo *shock* si è verificato, infatti, le crescenti asimmetrie informative, riguardo al merito creditizio dei soggetti operanti nel mercato finanziario, portano a una generale percezione negativa della qualità del credito, cosicché i creditori tendono a ritirare i loro fondi dal mercato.

Si capisce a questo punto come le gravi perdite siano legate direttamente all'uscita di quegli investitori, i quali sospettano che la situazione dei loro debitori sia stata significativamente colpita. Ciò può generare una reazione a catena, un vero e proprio “contagio”, nei vari segmenti del mercato, con un evidente collasso dell'economia mondiale.

Si deduce immediatamente il ruolo fondamentale dei giudizi delle agenzie circa il merito creditizio dei partecipanti al mercato; resta però il problema legato al fatto di capire quanto gli incentivi a un comportamento onesto da parte delle agenzie siano adeguati e sufficienti.

---

<sup>105</sup> Vale a dire quel sentiero esplosivo che si forma nel prezzo di un bene e che lo porta sempre più distante dai valori compatibili con le fondamentali economiche dello stesso, dove con fondamentali economiche ci si riferisce a quelle particolari ragioni economiche che sottostanno al movimento di un prezzo.

Il professor Christoph Kunher ha analizzato il ruolo giocato dalle agenzie di *rating*, controllando la loro affidabilità durante una crisi sistemica, una situazione in cui gli investitori non sono in grado di distinguere tra debitori affidabili ed inaffidabili e in cui gli investitori tendono cumulativamente a ritirare i loro fondi<sup>106</sup>, in modo tale che nessun debitore infine risulti in grado di sopravvivere all'abbandono da parte dei creditori.

Questo quadro riflette in generale anche la situazione che si è venuta a creare durante la recente crisi finanziaria globale che, nelle parole di Kunher, può essere spiegata come conseguenza di “un’asimmetria informativa” riguardante “la solvibilità degli attori nel mercato finanziario”<sup>40</sup>.

Le agenzie svolgono quindi un ruolo chiave nell’indurre gli investitori a lasciare i loro fondi sul mercato.

“I creditori ritirano i loro fondi come risposta ad assegnamenti di *rating* basso, scatenando così l’insolvenza in modo quasi deterministico” ma, “la previsione si autorealizza solo apparentemente”<sup>107</sup>.

Al contrario di quanto si possa pensare, non c’è alcun nesso di causalità, poiché gli investitori anticipano la valutazione al ribasso, agendo secondo le proprie informazioni e così facendo intuire che il giudizio non ha alcun valore informativo.

Da ciò traiamo la conclusione “non possiamo aspettarci che in un ambiente ad alto rischio sistemico, gli intermediari dell’informazione, come le agenzie, agiscano come istituzioni di stabilità, fornendo un avvertimento iniziale credibile o informazioni di ultima istanza”<sup>41</sup>, esattamente come le persone comuni e gli esperti finanziari sembrano suggerire accusando il comportamento delle agenzie dopo ogni collasso finanziario.

---

<sup>106</sup> Hill C.A., 2003, *Regulating the rating agencies*; Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper, n. 452022, Georgetown University Law Center.

<sup>107</sup> Kuhner C., 2001, *Financial rating agencies: are they credible?*, Schmalenbach Business School, Vol.53, Gennaio 2001, pp. 2-26.



Altre critiche che si possono muovere alle agenzie di rating, per completezza, riguardano il conflitto di interessi tra debitori, creditori ed agenzie stesse (che rivedremo più avanti nel paragrafo, nel caso “Obama vs. S&P”). Inoltre, attribuire una stima a strumenti finanziari strutturati in conformità a simulazioni, può non essere utile quando i mercati diventano turbolenti, infatti, i rischi di correlazione a questo punto eccedono i parametri dei modelli, i quali non funzionano più. In altre parole, questo significa che le valutazioni potrebbero risultare più affidabili nei periodi di crescita, quando in realtà sono meno necessarie, mentre nei periodi di crisi, come è successo, le stime risultino meno realistiche o addirittura del tutto inaffidabili.

Le agenzie, infine, spesso non aggiungono valore alla valutazione: la qualità dell’informazione che forniscono spesso non è migliore di quella che un buon analista può ricavare dai dati disponibili a tutti.

E’ chiaro dunque come la questione sia essenzialmente di natura fiduciaria.

Il Parlamento Europeo ha dato una sua opinione<sup>108</sup> sui problemi che caratterizzano tale tipo di attività e che riguardano in particolare la qualità dei giudizi emessi dalle agenzie che, “devono fondare i loro *rating* su un’analisi rigorosa delle informazioni disponibili e un controllo permanente dell’integrità delle loro fonti d’informazione”.

Ciò significa che, se necessario, i giudizi devono essere regolarmente rivisti e in generale c’è bisogno di una maggiore trasparenza per quel che riguarda i metodi utilizzati. “È altresì essenziale che esse siano indipendenti e pienamente obiettive nel loro approccio”.

Anche la questione dell’accesso alle informazioni privilegiate pone problemi abbastanza rilevanti: “Occorre infatti evitare che tali agenzie utilizzino tali informazioni per altre attività”.

---

<sup>108</sup> Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, 2006, Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito, 11 Marzo 2006.

Un ultimo accento è posto, inoltre, dal Parlamento Europeo sul forte grado di concentrazione del mercato del *rating* e sui possibili effetti anticoncorrenziali.

Al fine di concludere questa digressione sulle agenzie di rating, va assolutamente citato il recente<sup>109</sup> atto di accusa da parte dell'amministrazione Obama, tramite il suo segretario della Giustizia, Eric Holder, nei confronti di Standard & Poor's. L'agenzia è stata accusata di aver gonfiato i rating dei titoli immobiliari e pertanto di aver scatenato la crisi dei subprime nel 2008, con la conseguenza che il Governo americano è arrivato persino a richiedere un rimborso di 5 miliardi di dollari. L'offensiva legale per responsabilità nella crisi finanziaria è stata lanciata a distanza di 6 anni: il 5 Febbraio 2013. Il segretario non ha esitato a definire le attività di S&P "afflitte da significativi conflitti di interesse", che avrebbero viziato i voti garantiti da mutui, anzitutto le *Collateralized debt obligation* (CDO), emersi dalle sue analisi con giudizi di massima salute e poi rivelatisi rapidamente tossici una volta rivenduti a banche e investitori. Tanto tossici, nei 40 casi passati al setaccio, da aver provocato circa 5 miliardi di perdite a istituti coperti da assicurazioni federali, la cifra che Obama potrebbe rivendicare in Corte<sup>110</sup>. S&P avrebbe ingannato gli investitori, che hanno comprato titoli convinti che i rating riflettessero la "vera opinione sui rischi". Washington non sarà sola nella causa: sedici Stati e il Distretto di Columbia si sono uniti al caso. S&P, stando alle 128 pagine di atti depositati dal Governo presso il tribunale di Los Angeles, ha violato i suoi stessi criteri interni nell'assegnare i voti a bond collegati a mutui che hanno scatenato la crisi. Immediata la risposta di S&P: ha dichiarato che "si difenderà con vigore" da ogni addebito dopo aver definito la causa civile "del tutto senza fondamenta o merito legale". Il sospetto che la società abbia "deliberatamente mantenuto elevati i rating

---

<sup>109</sup> Fonte: Il Sole 24 Ore, versione cartacea, mercoledì 6 Febbraio 2013, n° 36.

<sup>110</sup> L'accusa ha rispolverato il Financial Institution Reform, Recovery, and Enforcement Act, varata all'indomani del collasso delle casse di risparmio a fine anni '80 per perseguire le truffe finanziarie.

quando sapeva che dovevano essere più bassi semplicemente non è vero”. A Wall Street, però, il titolo della casa madre di S&P, McGraw Hill, è scivolato bruscamente: ha ceduto il 14% il primo giorno e il 7% il giorno successivo. Da notare che l’intera attività dei rating genera annualmente entrate per 1,77 miliardi di dollari, mentre il fatturato totale di McGraw Hill è di 6,25 miliardi, poco più dei danni ipotizzati.

Al cuore del caso c’è un intero modello di business incentrato sui pagamenti dei rating da parte delle società che emettono i titoli, foriero secondo i critici di conflitti di interesse. Un rating legato a mutui subprime poteva portare in cassaforte 150 mila dollari, mentre alcuni voti su derivati più complessi ne generavano anche 750 mila, una macchina di profitti che ha funzionato per anni nelle agenzie di valutazione del credito. Resta da vedere se altri protagonisti, quali Moody’s e Fitch, finiranno a loro volta nel mirino o se il caso di S&P cercherà di avere un valore esemplare.

### 3.9) *Rischi connessi alla liquidità e al debito pubblico*

Per stimare il ruolo dei fattori di rischio di liquidità, usiamo gli spread quali indicatori del rischio di liquidità<sup>111</sup>. I dati sono tratti dal database “Thomson Reuters Datastream” ogni fine giornata. In alternativa, possiamo usare anche il volume di affari attualizzato sulle piattaforme MTS<sup>112</sup>, che coprono circa il 15-20% dei bond degli Stati sovrani europei<sup>113</sup>. Per stimare il ruolo dei fattori di rischio connessi con il debito pubblico, usiamo i dati mensili sulle emissioni dei bond europei a lungo termine, forniti dalla Banca Centrale Europea. I differenziali tra gli spread derivano sempre da un confronto tra i titoli di Stato di un determinato Paese con i *Bund* tedeschi. Per quel che riguarda i volumi, dato che si tratta di variabili di flusso, usiamo il rapporto tra il volume di affari di un determinato Paese, confrontato con quelli della Germania. Gli interventi fiscali e pubblici in generale hanno spesso causato una riduzione del reddito nazionale e creato dei processi di *deleveraging*, provocando in molti Paesi la formazione di elevati deficit del bilancio pubblico e forti aumenti dell’indebitamento sovrano. L’incremento dell’indebitamento pubblico ha allertato i mercati sulle potenziali crescenti difficoltà dei governi a servire il debito. Ne è conseguito un aumento dei rendimenti richiesti, specie per gli Stati che il mercato avverte come più esposti al rischio d’insolvenza. Alcuni Paesi dell’area euro hanno registrato un incremento degli spread sui titoli decennali rispetto ai *bund* tedeschi e questa fase di turbolenza è iniziata nel momento in cui il debito sovrano ha iniziato a vacillare.

---

<sup>111</sup> Favero, *et al.*, 2010, Gerlach, *et al.*, 2010.

<sup>112</sup> MTS è una piattaforma elettronica per la trattazione all’ingrosso di titoli obbligazionari europei a reddito fisso, in particolare Titoli di Stato e di emittenti sovranazionali. Vi partecipano più di mille operatori, generando un volume di scambi quotidiano di 90 miliardi di euro. Nel 1988 fu costituito in Italia il Mercato Generale di Titoli di Stato, disciplinato dal Ministero dell’Economia e sottoposto alla supervisione della Banca d’Italia e della Consob; nel 1998 esso fu privatizzato come MTS S.p.A.. Nel Gennaio 2006 il 60,37% del suo capitale sociale è stato acquisito da Borsa Italiana; la quota restante è ripartita tra 27 gruppi bancari internazionali. La società prevede un assetto di gestione tradizionale, con un Consiglio di Amministrazione. La piattaforma è stata quindi estesa in tutti i Paesi europei (anche in Israele) con 16 mercati locali ed 8 sovranazionali e costituisce un modello comune sul quale gli organismi nazionali di regolamentazione esercitano il controllo secondo le proprie specifiche leggi.

<sup>113</sup> Dati forniti da EuroMTS stessa.

Il contagio si è diffuso in vari Stati tra cui Italia, Spagna, Grecia e, in alcuni casi, gli interventi effettuati dalla *BCE* e dal *FMI* non sono finora stati in grado di riportare gli *spread* su livelli compatibili con la sostenibilità di lungo periodo del debito.

Una misura tradizionale della sostenibilità del debito è rappresentata dalla condizione che il rapporto tra il debito pubblico e il *PIL* non aumenti. Secondo quanto detto da *Minsky* significa non oltrepassare la soglia che, portando a capitalizzare almeno parte degli interessi sul debito, porrebbe il governo in una posizione d'insolvenza.

La differenza tra tasso d'interesse sul debito e tasso di crescita del *PIL* ed il grado di indebitamento sono cruciali. Previsioni di bassa crescita anticipano delle difficoltà crescenti nel servizio sul debito e conducono ad aumentare il costo dell'indebitamento, con ciò peggiora ulteriormente la condizione di sostenibilità specie per Paesi con un alto grado d'indebitamento. In questo modo si può instaurare un circolo improduttivo che può condurre a situazioni di *default* sovrano.

Analizziamo la tabella sotto esposta<sup>114</sup>.

	Pagamento di interessi/Debito, %					Rendimenti di mercato	
	2006	2007	2008	2009	2010	18 agosto 2011 ore 14	28 ottobre 2011 ore 14
Austria	4.6	4.8	4.2	4.0	3.7		
Belgio	4.5	4.6	4.2	3.8	3.6		
Danimarca	5.6	5.8	4.1	4.5	4.6		
Finlandia	4.0	4.3	4.4	3.2	2.9		
Francia	4.1	4.2	4.3	3.1	3.1	2.8	3.2
Germania	4.1	4.3	4.1	3.5	2.9	2.1	2.2
Gran Bretagna	4.8	4.9	4.2	2.7	3.8	2.3	2.6
Grecia	4.3	4.5	4.5	4.1	3.9	15.3	21.6
Irlanda	4.0	4.4	3.2	3.2	3.4		
Italia	4.3	4.8	4.8	4.0	3.7	4.8	5.9
Paesi Bassi	4.6	4.9	3.8	3.6	3.0	2.5	2.6
Portogallo	4.2	4.4	4.3	3.5	3.2		
Spagna	4.0	4.4	4.0	3.4	3.2	4.9	5.4
Svezia	3.6	4.5	4.1	2.8	2.5	2.0	2.1
Deviazione standard	0.10	0.08	0.08	0.13	0.14		

<sup>114</sup> Fonte: Materiali per il corso di "Economia dei sistemi finanziari", Università di Siena (A.A. 2011-2012), Parte IIc, Crisi finanziarie sistemiche – La crisi finanziaria del 2007.

Questa va ad analizzare i tassi d'interesse medi sul debito e gli effetti che essi producono sui rendimenti di mercato.

Elevati *spread* sovrani, si riflettono negativamente sui sistemi finanziari.

Un peggioramento del merito al credito di uno Stato porta con sé quello delle banche nazionali, aumentandone il costo di raccolta e peggiorando la qualità dell'attivo nella misura in cui sono esposte al debito sovrano. In sostanza la crisi non è ancora risolta, il sistema finanziario (con particolare enfasi sul settore bancario) soffre i postumi della crisi finanziaria e produce di conseguenza un rallentamento dell'attività economica che si abbatte sul settore pubblico.

Gli interventi eseguiti dai Governi, spesso orientati verso l'austerità, hanno prodotto una crescita insoddisfacente; questo ha come conseguenza una difficile ricomposizione dei bilanci bancari e, cosa ancor più importante un aumento del debito pubblico. Inoltre i problemi di finanza pubblica limitano notevolmente nuovi investimenti per stabilizzare il sistema finanziario.

I principali insegnamenti che possiamo trarre dalla recente esperienza sono:

- L'attuale struttura finanziaria genera crisi sistemiche non in Paesi periferici, ma negli Stati più avanzati.
- Il bilancio sull'evoluzione dei sistemi finanziari negli ultimi decenni ha virato significativamente verso il negativo.
- È necessario che, le autorità plasmino la morfologia dei sistemi finanziari, influenzando sulla loro natura, attraverso vari interventi di regolamentazione.

### *3.10) Il rischio di contagio*

Abbiamo già accennato al problema del contagio nei precedenti paragrafi, sostenendo che le agenzie di rating hanno avuto spesso la responsabilità di aver enfatizzato le crisi con i loro giudizi negativi.

Per contagio si intende una situazione dove l'instabilità di un mercato specifico si trasmette ad uno o più altri mercati. Le variazioni di rating di Grecia, Irlanda e Portogallo hanno un significativo effetto sugli spread degli altri Paesi<sup>115</sup>.

I rendimenti dei bond potrebbero esser guidati dall'inflazione attesa e dalla crescita reale del PIL<sup>116</sup>. Dato che la disponibilità di dati a livelli nazionali su un orizzonte di lungo periodo è limitata, consideriamo (e le consideriamo corrette) le previsioni circa l'inflazione ad un anno e la crescita del PIL per verificare gli effetti dei cicli di business.

Eurostat pubblica due volte all'anno le notizie in merito al debito pubblico di tutti gli Stati europei per i 12 mesi precedenti. Usiamo questi dati in tempo reale per stimare l'impatto del debito stesso. I dati sono discreti nel tempo e sono valutati al giorno della pubblicazione.

Consideriamo anche le dichiarazioni della Commissione Europea, che pubblica previsioni riguardo al deficit di tutti gli Stati europei due volte all'anno in autunno e in primavera. Dalla pubblicazione del periodo primaverile, prendiamo in considerazione le predizioni medie per l'anno corrente e quello a seguire; dalla pubblicazione autunnale, riusciamo a dedurre le previsioni per i due anni successivi.

I tassi di cambio reali effettivi deflazionati dall'indice dei prezzi al consumo e le attività bancarie rapportate al PIL utilizzate in queste previsioni sono fornite dalla BCE.

---

<sup>115</sup> Gande e Parsley (2005)

<sup>116</sup> Laubach, 2009

### 3.11) *Analisi del livello degli spread*

I rapporti tra i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi europei a lungo termine ed i *Bund* tedeschi sono caratterizzati da una forte persistenza al rialzo, durante le crisi finanziarie, per la maggior parte dei Paesi.

Se considerassimo solo l'approccio standard riportato in letteratura (che consiste in un processo auto-regressivo di stima dei fattori che dovrebbero influenzare il rischio aggregato, il rischio di credito ed il rischio di liquidità) ci esporremmo al pericolo di eseguire una stima potenzialmente non priva di relazioni erranee.

Si può persino enfatizzare il concetto<sup>117</sup> arrivando ad asserire che questi errori possono capitare anche ogni qualvolta si stimino valori stazionari, laddove questi siano altamente correlati alle variabili.

Per trarre deduzioni efficienti dalle serie econometrico-temporali è necessario tenere in considerazione fenomeni specifici quali gli sviluppi a 5 e 10 anni dei rendimenti dei titoli di Stato e gli spread di tutti i Paesi. Questo permette di correlare il livello degli spread ai fattori di rischio, il che significa che le loro combinazioni lineari sono co-integrate. In altre parole, stiamo cercando la relazione di equilibrio tra spread e fattori di rischio per ricavare dalle osservazioni attuali il processo che porta alle relative deviazioni.

Inoltre, il metodo dei DOLS (*dynamic ordinary least squares*, di cui già si è detto) è risultato essere sistematicamente migliore di altri sistemi di misurazione<sup>118</sup>. Pertanto, utilizzeremo tale metodologia allo scopo di stimare i coefficienti ed evitare gli errori standard.

---

<sup>117</sup> Granger (et al., 2001)

<sup>118</sup> Stock & Watson (1993), Montalvo (1995)



Quando parleremo “dei dati rilevati”, pertanto, nei prossimi paragrafi, sapremo che essi sono stati derivati dal seguente processo ordinato di analisi:

- *Unit root test*<sup>119</sup>
- Test di co-integrazione
- DOLS
- Analisi della causalità tra rating e spread (mediante funzioni di risposta agli impulsi).

### 3.12) *Effetto “spillover” dalla Grecia, Irlanda, Portogallo considerati insieme*

Dai dati econometrici emerge chiaramente che i rating del credito di questi tre Stati possono essere fortemente correlati, pertanto proveremo a considerarli insieme, sebbene le deduzioni finali debbano essere prese con il beneficio del dubbio. Il ruolo chiave nell’effetto domino sugli spread (di tutta l’Europa e di conseguenza anche su quelli di Irlanda e Portogallo) è comunque giocato sempre dalla Grecia, sia che si considerino i dati di Moody’s, sia che si considerino quelli riportati da Standard & Poor’s o di Fitch. Esistono tuttavia anche le prove di uno *spillover effect* dall’Irlanda al Portogallo e quindi alla Spagna e all’Italia e dal Portogallo alla Grecia. In generale, quando consideriamo le deviazioni dal percorso normale negli spread, possiamo asserire che gli effetti provenienti dalla Grecia siano molto più rilevanti e quantificabili, mentre quelli derivanti dagli altri Stati siano più fievoli e meno statisticamente significativi.

Dato che i rating del credito includono buona parte della varianza, rendendo il rapporto Debito/PIL statisticamente insignificante per la nostra analisi nella maggior parte dei Paesi, temporaneamente verrà escluso.

---

<sup>119</sup> In statistica, l’*unit root test* è un metodo, basato su un modello auto-regressivo, per dimostrare se una variabile, basata su serie temporali, è stazionaria o meno. Un modello auto-regressivo è un tipo di processo *random* (casuale) spesso utilizzato al fine di prevedere varie tipologie di fenomeni e fa parte di un gruppo di funzioni lineari che cercano di predire l’output di un sistema, a partire da output precedenti.

Emerge in tal modo, ancora una volta, il ruolo chiave della Grecia: i risultati su tutte le altre variabili restano pressoché costanti per tutti gli altri Stati (a voler ben vedere, emerge, sebbene con minor risalto, anche il ruolo della Spagna, ma solo se si considerano i rating di Standard & Poor's).

Questo non significa, ovviamente, che il bilancio degli Stati non abbia alcuna influenza sulla crisi. Anzi, al contrario, i Paesi con il più alto rapporto Debito/PIL, quindi con il più alto rischio di credito, sono spesso soggetti a molte variazioni di rating. Ciò implica semplicemente che i rating includono, ovvero addirittura inglobano completamente, tutte le considerazioni che determinano gli spread, in quanto sono il risultato di una stima che aggrega il passato, il presente ed il futuro dei conti pubblici dei singoli Stati.

Inoltre, le agenzie di rating tengono sempre in considerazione le prospettive di crescita di un'economia, inclusi ovviamente il debito e gli interessi su di esso. Tali caratteristiche rendono i rating dei potenziali indicatori degli andamenti futuri di un'economia, motivo per il quale i mercati finanziari ad ogni annuncio reagiscono in maniera istantanea. I nostri risultati sono supportati dalle medesime conclusioni raggiunte da altri studi<sup>120</sup>, che sostengono che le fluttuazioni negli spread sono difficili da riconciliare con le posizioni di bilancio rilevate nel 2010.

Questo indica chiaramente che i mercati finanziari non si basano sugli andamenti correnti, bensì sulle previsioni per il futuro. Ciò spiegherebbe perché i rating sembrerebbero più adatti a spiegare gli spread, piuttosto che i bilanci degli Stati, visto che le agenzie li basano sulle aspettative. D'altra parte, contemporaneamente va detto che non è comunque errato asserire che il metodo dei minimi quadrati possa incorporare in sé un discreto margine d'errore, visto che i dati sul bilancio degli Stati vengono raccolti solo semestralmente.

---

<sup>120</sup> Aizeman (et al., 2011)

### *3.13) Fattori di rischio internazionali e fattori di rischio “country specific”*

Per stimare e comparare i due fattori di rischio, come già anticipato in questo testo, analizziamo i dati delle 3 società di rating in merito agli spread a 10 anni, utilizzando il metodo dei Dynamic OLS standardizzati. Il fattore di rischio internazionale risulta statisticamente significativo solo per 6 casi su 10, se usiamo i rating di S&P's e Fitch, mentre solo per 2 casi usando quelli di Moody's.

Le rilevazioni sono particolarmente importanti per la Grecia e la Spagna, ma non sono da sottovalutare a livello statistico anche le ricadute su Paesi con economie considerate solide quali i Paesi Bassi, l'Austria e la Finlandia.

In generale, possiamo asserire che il fattore di rischio internazionale costituisce una notevole determinante degli spread, che gioca per esempio un ruolo chiave per la Grecia, ma non è da solo sufficiente a spiegare la crisi. Infatti, lo spread sui bond americani è stato costantemente in discesa nel 2010 e nel 2011, sebbene abbia contribuito negativamente alla crescita degli spread nell'Euro-zona.

### *3.14) Effetti del rischio di contagio*

Possiamo definire una variabile in relazione causale rispetto ad un'altra, se ad un impulso della prima la seconda ha una reazione. Basandoci su questa semplice definizione, è possibile investigare il rischio di contagio ed i percorsi di causalità utilizzando una funzione “impulso-risposta”. Soprassedendo, in questa sede, dall'analisi statistico-matematica pura per focalizzare maggiormente l'attenzione sulle conclusioni macro-economiche, possiamo riportare quanto segue.

Tutti gli spread europei sono fortemente correlati in maniera diretta con gli sviluppi del rating greco.

Un *downgrade* inaspettato del credito greco di un solo livello, dopo soli 6 giorni lavorativi, si riflette in un aumento degli spread di:

- 40 punti base in Portogallo
- 25 punti base in Spagna
- 20 punti base in Irlanda
- 15 punti base in Italia
- 7 punti base in Belgio
- 3 punti base in Francia

Da queste elaborazioni deduciamo quanto sia statisticamente significativo il rischio di contagio; tali considerazioni sono valide sia per il rischio di contagio internazionale, sia per quello derivante da un effetto *spillover* a livello *country-specific*.

Nondimeno, in un'intervista al TG1 del 15 Maggio 2012, l'allora Ministro dello Sviluppo Economico Corrado Passera aveva dichiarato (ribadendo ancora una volta concetti già esposti) che le società di rating giocano un ruolo determinante ed eccessivo nello sviluppo della crisi economico-finanziaria, ampliandone gli effetti in maniera sproporzionata rispetto alla reale capacità degli Stati di fronteggiarla.

La crisi del debito, pertanto, ci ricorda l'importanza dell'economia reale, delle attività considerabili "sicure", del rischio di insolvenza soprattutto nei Paesi più deboli caratterizzati da un forte debito e un disavanzo di bilancio, nonché infine, del rischio di contagio per gli spread di tutti i Paesi dell'Euro-zona.

Siamo così giunti ad alcune prime conclusioni.

Anzitutto, nei Paesi dotati di bilanci in ordine (per esempio: Austria, Finlandia e Paesi Bassi) sebbene gli spread abbiano subito un rialzo, dipendendo da un mero temporaneo aumento nella domanda diretta di bond tedeschi (ritenuti "*safe assets*"), si può verosimilmente ritenere che possano tornare a livelli "normali", una volta passata la turbolenza.

In secondo luogo, le prove econometriche indicano chiaramente che il rischio di credito, guidato dalle informazioni riguardo ai rating degli Stati, è statisticamente significativo e fortemente correlato con gli spread dei cosiddetti Paesi PIGS (Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna).

Le analisi empiriche dimostrano altresì che l'effetto “*spillover*” (domino) esiste per ognuno di questi quattro Stati, ma è davvero forte soltanto se inizialmente proveniente dalla Grecia: gli studi sulle funzioni “impulso-risposta” delineano un alto rischio di contagio, soprattutto dalla Grecia verso l'Irlanda, la Spagna, il Portogallo, l'Italia e la Francia.

Quando sia gli analisti di mercato sia le agenzie di rating giungono alle medesime valutazioni, si potrebbe argomentare che tali previsioni possano basarsi su reali valutazioni di mercato non speculative, tuttavia ora non ci interessa entrare nel merito di questo dibattito. Ciò che è sicuro è che tali valutazioni hanno un impatto immediato sugli spread per due ragioni:

- 1) La maggior parte degli analisti aspettano una ri-elaborazione dei dati prima di allocare attività sul mercato.
- 2) Gli investitori istituzionali (assicurazioni, fondi pensionistici, etc.) sono obbligati per proprio statuto o per legge a detenere Buoni del Tesoro in una minima quantità.

In questo contesto, sono da ritenersi fondamentali, per le analisi della situazione passata, attuale e futura, i seguenti fattori di base:

- Deficit e debito pubblici
- Rapporto Debito / PIL
- Inflazione
- Previsioni sulla crescita reale del PIL (meglio se condivise da più agenzie e più società di analisi)
- Problemi di liquidità o insolvenza dei vari Stati (rischio di credito)
- Fattori di rischio aggregato (internazionali e *country-specific*)
- L'effetto “*spillover*” (di contagio o “effetto domino”), soprattutto proveniente dalla Grecia.

Infine, bisogna considerare che, chiaramente, non soltanto i rating influiscono sugli spread, ma è possibile anche il processo inverso: gli spread possono influire sui rating, in una sorta di circolo vizioso che può alimentare ulteriormente la crisi.

In generale, comunque, è sicuramente vero che le valutazioni delle agenzie di rating influiscono in maniera forte e diretta sul mercato del debito di tutta l'Euro-zona, quindi dal punto di vista di un *policy-maker*, la priorità si riassume in due azioni ben mirate:

- 1) Ridurre il rischio di insolvenza.
- 2) Fronteggiare il rischio di contagio.

### *3.15) Il rischio di default e di uscita dall'Unione: la crisi della Grecia*

Studiando l'Unione Monetaria e Politica, non si può prescindere da un'analisi dei recenti fatti avvenuti in Grecia, uno Stato dichiarato a rischio di default dalla società di rating Moody's. Essa ha fatto riferimento alle preoccupazioni per le entrate fiscali e non esclude un ulteriore downgrade se l'azione del governo di Atene nel processo di risanamento dei conti dovesse rivelarsi più debole<sup>121</sup>. Immediato l'intervento del ministro delle Finanze greco che ha definito questa decisione «del tutto ingiustificata» perché non riflette un'«obiettiva e bilanciata» valutazione delle condizioni a cui il Paese sta facendo fronte. Eppure il Fondo Monetario Internazionale (FMI) si è detto fiducioso che la Grecia riuscirà a portare a termine il suo programma di risanamento ed è convinto che il debito del Paese sia sostenibile. Intanto il presidente della BCE, Jean Claude Trichet è intervenuto al “Global Economy Meeting”, sostenendo che «la crescita dell'economia globale è confermata a un ritmo robusto ma esiste il pericolo della spirale inflazionistica, particolarmente visibile nei Paesi emergenti» e che «siamo in un contesto che

---

<sup>121</sup> Fonte: [www.iltempo.it](http://www.iltempo.it), articolo del giorno 08/03/2011

ha visto un picco dei prezzi petroliferi e delle materie prime, più acuto proprio nei tempi recenti». Sulla possibilità di una stretta monetaria, Trichet ha precisato che «non è appropriato» aspettarsi forti rialzi dei tassi, e che è sbagliato attendersi una serie di aumenti del costo del denaro. L'obiettivo primario della Bce - ha spiegato - è evitare effetti «a cascata» sui prezzi, che vedrebbero il rincaro delle materie prime trasferirsi in un rialzo generalizzato dei prezzi.

Analizzando la teoria delle aree monetarie ottimali, abbiamo osservato come un'eventuale rigidità dei mercati e l'inefficacia dei meccanismi di correzione, potrebbero indurre un Paese ad uscire dall'UE. Sembrava un'ipotesi assurda fino a qualche tempo fa, ma già nei primi anni '90 il premio Nobel Krugman aveva predetto un simile possibile scenario, in caso non si fossero prese adeguate contromisure per accelerare lo sviluppo dei Paesi deboli. Come vedremo, in buona parte il problema è riconducibile al fatto che molti settori dell'economia sono tutt'oggi lasciati alla sovranità dei governi nazionali e, recentemente, si è scoperto che quello greco, dal 2001 (anno di entrata della Grecia nell'Euro) ha preso accordi con diverse banche internazionali per effettuare operazioni che gli permettessero di eludere i vincoli imposti dal trattato di Maastricht, peraltro falsando ripetutamente nel tempo i propri dati di bilancio. L'ottimistica "visione panglossiana" (o "consenso di Bruxelles") risulta chiaramente inadeguata, non per "propria colpa" ma perché, di fronte ad un simile contesto di inattendibilità dei dati, il sistema non poteva continuare ad autoregolarsi autonomamente, sino a trovarsi ad un passo dal collasso.

Vediamo ora, più nel dettaglio, cosa è accaduto di recente in Grecia, quali sono stati gli effetti della crisi dei conti pubblici e cosa ha fatto l'Europa per farvi fronte. Ad Ottobre 2009 cominciano ad emergere significative differenze tra le previsioni del governo uscente e la realtà dei conti pubblici in merito alla sostenibilità del debito pubblico, la cui crescita eccessiva, come è noto, può determinare una situazione di default. Il rapporto deficit / PIL per

il 2009 non era il 6%, come dichiarato, ma il 12,7%, stima successivamente rivista fino al 13,6% (livello fra i più elevati al mondo). Per anni le statistiche sull'andamento del deficit (e conseguentemente del debito) greco sono state falsate e sottostimate. A Gennaio 2010 il debito greco era valutato 216 miliardi di euro. Il rapporto debito / PIL è risultato superiore al 120% e si tratta del livello più elevato in Europa. Non solo: il 70% del debito greco è detenuto da investitori esteri. Dall'equazione sul disavanzo ( $D = D_p + i \cdot B$ ) deduciamo due effetti:

1. Se la differenza fra uscite e entrate è più grande del previsto il debito tende a crescere.
2. Cambia il tasso di interesse  $i$ .

Poiché i titoli emessi dagli Stati sono obbligazioni con rendimento predeterminato, una variabilità del rendimento può comportare una svalutazione della valuta (trattandosi, però, di Euro prenderemo in considerazione il rischio di cambio, salvo in caso di uscita della Grecia dall'Unione), ma soprattutto il fallimento dell'emittente, il che si tradurrebbe, per l'appunto, in un rischio di default. Quando si conosce il vero valore del deficit greco, il rischio di default aumenta perché, per vendere un titolo considerato più rischioso, è necessario concedere un maggior rendimento, con la conseguenza che il tasso sui titoli greci salirà. Le agenzie di rating, infine, con i loro giudizi sui titoli di debito danno indicazioni sul rischio di default e, poiché tali informazioni sono pubbliche, influenzano i mercati e l'andamento dei tassi d'interesse. Moody's, di cui si è accennato in apertura di paragrafo, è solo una delle agenzie che ha giudicato negativamente i titoli di Stato greci. Tassi alti implicano una maggior spesa per interessi ( $\uparrow i \cdot B$ ) e ciò fa crescere il disavanzo, innescando un circolo vizioso tra deficit e debito con conseguenze potenzialmente esplosive. Pertanto, la Grecia vede i tassi sui suoi titoli crescere in modo esponenziale. Lo spread sui titoli tedeschi è stato dello 0,5% nel Maggio 2008, dell'1,8% nel Maggio 2009 e del 5,2% nel Maggio 2010. Ciò dimostra l'aumento della probabilità che la Grecia divenga



insolvente. Per questa ragione, il governo greco e gli altri Paesi europei sono intervenuti, stimando che fossero necessari 54 miliardi di euro per evitare il default. Il governo greco ha attuato tra Gennaio e Maggio 2010 diverse manovre restrittive di politica fiscale, volte a riportare il deficit sotto controllo e a rassicurare i mercati sulla sua solvibilità. Vengono così adottate diverse misure per il contenimento della spesa e l'aumento delle tasse fra cui:

- Un taglio dell'8% degli stipendi del pubblico impiego.
- Un incremento dell'IVA dal 19% al 23%
- Un incremento dell'età pensionabile nel pubblico impiego da 61 a 65 anni.

Ciò dovrebbe consentire di riportare il rapporto deficit / PIL attorno all'8%. Nonostante ciò, il 23 Aprile la Grecia si è vista costretta a richiedere l'intervento del FMI e dell'UE per scongiurare la possibilità di non essere in grado di rimborsare 8,5 miliardi di euro di titoli in scadenza il 19 Maggio. Il 2 Maggio il FMI e i Paesi dell'Unione concedono un prestito di 110 miliardi di euro alla Grecia per tre anni (80 miliardi a carico dei 15 paesi dell'UE e 30 a carico del FMI). 45 miliardi (30 UE, 15 FMI) vengono resi immediatamente disponibili. La concessione del prestito prevede che la Grecia adotti un duro un programma pluriennale di consolidamento di bilancio e di riforme strutturali. Il piano prevede tagli alla spesa pubblica da 30 miliardi di euro entro il 2012 e il rientro del deficit pubblico al 3% entro il 2014, con una riduzione di 11 punti percentuali in 4 anni. L'intervento incontra forti opposizioni sia tra la popolazione greca che deve sostenere i sacrifici imposti dall'accordo sia tra gli elettori dei Paesi finanziatori che devono accollarsi le spese per il salvataggio della Grecia.

Riguardo al piano di salvataggio, non mancano le critiche nonché persino le auto-critiche. La Commissione europea risponde stizzita alle critiche contenute in un rapporto riservato del Fondo monetario internazionale: nessun errore sulla Grecia. Il tema è la gestione della crisi ellenica, ma il contrasto tra l'istituzione di Washington e quella di Bruxelles

inevitabilmente rimette in discussione la linea di rigore ancora dominante nell'Unione europea<sup>122</sup>.

Mercoledì 5 giugno 2013, il quotidiano americano “Wall Street Journal” ha pubblicato un documento del FMI che contiene un passaggio autocritico che molti economisti e politici (in Europa e negli Stati Uniti) aspettavano da mesi, se non da anni.

«La Grecia non deve allentare gli sforzi di consolidamento delle finanze pubbliche per raccogliere i frutti dopo i sacrifici dolorosi.<sup>123</sup>» è quanto ha affermato la direttrice generale dell’FMI Christine Lagarde, a seguito della richiesta da parte di Atene di nuove linee di credito per combattere la disoccupazione record.

E nel giorno in cui la Troika è tornata ad Atene per verificare i progressi fatti e dare il via libera alla prossima tranche di aiuti, il Wall Street Journal fa venire alla luce l’ammissione di colpa dell’FMI, che ammetterebbe errori commessi compiuti nel salvataggio della Grecia.

In particolare, nel “mea culpa” si riconosce che «il FMI aveva pesantemente sottovalutato i danni dell’austerità collegati al piano di aiuti alla Grecia». Come spesso capita, il reo confesso cerca di diluire comunque le proprie responsabilità. Così anche il rapporto del Fondo chiama in causa la Commissione europea, partner nella Troika di salvataggio allestita per Atene (la terza sponda è la BCE). Ieri il portavoce di Olli Rehn, Commissario agli Affari economici, ha replicato punto su punto ai rilievi più importanti mossi nel report del FMI.

Prima accusa: «vi siete attivati in ritardo sulla ristrutturazione del debito. Anziché nel 2012, potevate farlo due anni prima.»

Risposta della Commissione: «Una ristrutturazione del debito nel 2010 avrebbe comportato il rischio di un contagio sistemico».

---

<sup>122</sup> Fonte: “Il Corriere della Sera”, versione cartacea del giorno 7 Giugno 2013, art. di Sarcina Giuseppe

<sup>123</sup> Fonte: “La Stampa”, versione cartacea del giorno 6 Giugno 2013

Seconda critica da Washington: «Non siete stati capaci di individuare le riforme strutturali a sostegno della crescita.»

Replica da Bruxelles: «Siamo in disaccordo sul fatto che non siano stati compiuti sforzi sufficienti per identificare le riforme strutturali per favorire la crescita. La Commissione è stata una forza motrice importante su questo». Naturalmente nel pomeriggio di ieri si sono mobilitati gli sminatori sull'uno e sull'altro versante.

Gerry Rice, uno dei portavoce del Fmi, ha detto che «la Troika funziona bene e ha lavorato bene in Grecia».

Anche Mario Draghi, presidente della BCE, è intervenuto per minimizzare: «Se il report del FMI individua delle ragioni dietro gli errori, dovremo tenerne conto in futuro. Ma di solito si tratta di un errore di prospettiva storica. Si giudicano cose avvenute ieri con gli occhi di oggi».

L'analisi ufficiosa del FMI porta nuovi argomenti a chi sostiene che sia ormai urgente un ripensamento radicale della politica economica europea; non è più solo una questione di rigore finanziario contro crescita dell'economia reale. O, per usare un'immagine forse già un po' logora, di fronte del Nord, guidato dalla cancelliera Angela Merkel, contro il blocco del Sud, capeggiato dal presidente francese Francois Hollande e ora spalleggiato dal premier italiano Enrico Letta. I dubbi e, soprattutto l'ombra della recessione che comincia a lambire anche la Germania, stanno spingendo anche i più severi monetaristi ad ammorbidire le posizioni.

Il crollo della Grecia ha sconfessato almeno un decennio di scelte compiute a Bruxelles, dalla Commissione e, non va dimenticato, dal Consiglio Europeo, cioè dall'organismo che riunisce i capi di Stato e di governo. Si è cominciato nel 2000 concedendo l'ingresso nell'euro a un Paese chiaramente squilibrato sul piano economico, con una spesa pubblica cronicamente fuori controllo e con un ceto parassitario che sottraeva 30 miliardi di euro all'anno evadendo le imposte, a fronte di 40 miliardi di entrate ufficiali. Poi dal 2009, come ricorda l'economista Daniel Gros, si è

passati all'estremo opposto, imponendo quattro manovre di tagli dall'effetto devastante sui pensionati, i lavoratori con i salari più bassi, la folla degli statali. Lo stesso Gros, allora, insieme con altri esperti, aveva previsto una caduta del 20% del PIL.

Oggi, nella risposta piccata della Commissione colpisce la rivendicazione di un metodo: «la capacità di individuare le riforme strutturali necessarie». È una litania (pensioni, produttività, semplificazione burocratica eccetera) che abbiamo da almeno dieci anni nelle orecchie. Finora la UE ha adottato lo schema dei due tempi. Prima il rigore (i tagli della spesa pubblica), poi le misure per la crescita. Su questa formula Angela Merkel ha costruito il suo capitale politico. Mario Draghi la sua credibilità come regista del salvataggio dell'euro. Mario Monti il suo progetto di governo, poi lasciato a metà.

L'esperienza drammatica, dolorosa della Grecia mostra che cosa davvero manca al gruppo dirigente europeo, mettendoci dentro tanto la Commissione quanto i principali leader nazionali: la capacità di contestualizzare, di graduare, di adattare le riforme necessarie alle condizioni concrete di una società. Se si sa che in Grecia (e la Troika nel 2009 lo sapeva) i dipendenti pubblici sono 750 mila (quasi un quinto della popolazione attiva), come si può pensare di lasciarne a casa 150 mila (provvedimento adottato nel settembre 2011 dal Governo guidato da Lucas Papademos, ex vice presidente della BCE) senza aspettarmi poi che il Paese scivoli nella depressione? Quando si decide di ridurre il salario minimo da 780 euro lordi a 580 (ancora settembre 2011), come ci si può sorprendere se la Grecia cade nella disperazione?

A Bruxelles, come a Berlino e a Washington, osservavano, controllavano e poi spuntavano i provvedimenti dalla lista delle «riforme strutturali». Senza immergersi anche nell'economia reale o, detto in modo più semplice, nella vita delle persone.

Ben venga l'autocritica del FMI.

I motivi per cui non si poteva far a meno dell'intervento da parte degli altri Paesi sono stati sostanzialmente tre:

1) C'è il rischio della fine dell'Euro: se la Grecia va in default è costretta a uscire dall'Euro e a svalutare e questo creerebbe un precedente (si capirebbe che i Paesi possono realmente uscire dall'Unione) minando la stabilità della valuta.

2) Alcuni Paesi (Francia e Germania) sono molto esposti con la Grecia (in particolare le loro banche).

3) Altri Paesi, i cosiddetti "PIGS" (Portugal, Italy and/or Ireland, Greece, Spain), non sono del tutto a posto con i conti e temono il precedente greco:

Stato	Deficit pubblico su Pil (%)	Debito pubblico su Pil (%)	Pil (mld euro e in % del totale euro)	
Grecia	13,6	115,1	238	2,6
Portogallo	9,3	74,9	164	1,8
Irlanda	11,4	61,3	164	1,8
Spagna	11,5	51,9	1051	11,7
Italia	5,3	115,8	1521	17
Area euro	6,3	78,7	8918	100

### 3.16) La recente crisi di Cipro

La bancarotta di Cipro e la sua uscita dall'euro con imprevedibili conseguenze per l'Eurozona, è stata fortunatamente evitata. I rischi ci sono stati ed avrebbero anche potuto avere conseguenze pesanti. Sebbene il PIL cipriota pesi solo lo 0.18% dell'UEM<sup>124</sup>, il rischio di contagio può avere *incipit* anche da una piccola infezione. Lo dimostrano sia le dichiarazioni di sollievo per l'accordo di salvataggio da parte delle istituzioni europee sia le prime valutazioni di media finanziari internazionali.

<sup>124</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Alberto Quadrio Curzio

L'accordo del 25 Marzo 2013 tra la cosiddetta “Troika” (i rappresentanti della Bce, della Commissione e del Fondo Monetario Internazionale), l'Eurogruppo e il primo ministro cipriota si articola in estrema sintesi su tre punti<sup>83</sup>:

1) La ricapitalizzazione dell'intero sistema finanziario con la chiusura della banca più disastrosa (la Laiki) gravando le perdite sugli azionisti, sugli obbligazionisti e sui depositanti per importi superiori ai 100mila euro. È questa una nuova forma di “*bail in*” che rappresenta per l'UEM una novità assoluta che non convince proprio tutti, in quanto decisioni di questa natura dovrebbero essere adottate in contesti giuridico-istituzionali meno “improvvisati”. I depositi fino a 100mila euro saranno invece salvati e trasferiti alla Banca di Cipro che rimarrà in vita.

2) L'introduzione di stringenti misure anti-riciclaggio. Questo è un altro punto che avrebbe meritato più attenzione, anche in passato. Se è vero che a Cipro ci sono capitali di provenienza illegale, oltre a chiedersi come mai questo Paese sia stato ammesso all'Eurozona il 1° gennaio 2008, ci si potrebbe anche chiedere perché questi non possano essere gravati da misure specifiche diverse da quelle relative ai depositi. Perché il denaro sporco verrà trattato parimenti al denaro di provenienza lecita?

3) L'adozione di misure per ridurre il deficit sul PIL (stimato al 5,5% nel 2012 e per portare il debito sotto il 100% entro il 2020). Associate a queste politiche vi sono poi le privatizzazioni e le riforme strutturali per aumentare la competitività.

Il totale delle risorse finanziarie per salvare Cipro è stimato in 15,8 miliardi di euro, dei quali 10 saranno forniti dall'Europa (con un eventuale contributo del Fondo Monetario Internazionale), mentre 5,8 saranno richiesti a Cipro stessa. L'importo non è esorbitante (pari al 32,5% del PIL di Cipro), sia se paragonato alle cifre mobilitate nel salvataggio di Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna sia in rapporto alle potenzialità dei Fondi salva-Stati europei sia ovviamente al PIL dell'Eurozona.

L'importo chiesto a Cipro è “solo” lo 0,06% del PIL dell'Eurozona e l'1,1% della capacità di prestito dei Fondi salva-Stati. Tuttavia, la soluzione di questa crisi lascia aperti molti dubbi che le Istituzioni europee dovrebbero presto chiarire, anche per evitare l'emergere di nuove ulteriori situazioni di rischio.

I quesiti rimasti insoluti sono fondamentalmente tre:

1) Quali rischi si sono corsi? È difficile dare una risposta netta<sup>83</sup>. La prima ipotesi di accordo del 16 marzo, tra il presidente cipriota Nicos Anastasiades e le istituzioni europee (Eurogruppo, Bce, Commissione) affiancate dall'FMI, ha suscitato grande preoccupazione nel contesto internazionale. Procedere ad un prelievo forzoso su tutti i depositi presso le banche cipriote, con aliquota del 6.75% per quelli fino a 100.000 euro e del 9.9% per quelli superiori, è parsa subito un'anomalia e non solo perché quelli sotto i 100.000 euro dovrebbero essere coperti da garanzia. Chi giustificava questo prelievo segnalava che molti depositi a Cipro erano russi e di oscura provenienza mentre chi l'osteggiava paventava il rischio di contagio con fuga dei capitali da tutti i Paesi europei traballanti. L'ipotesi di accordo è poi stata bocciata dal Parlamento cipriota aumentando il rischio della bancarotta di Cipro. Infatti erano andati a vuoto anche i tentativi ciprioti di ottenere un aiuto russo mentre la BCE avvertiva che se entro pochi giorni non si fosse trovato un accordo, avrebbe interrotto l'erogazione di liquidità a Cipro, che intanto teneva le banche chiuse. Cipro resterà dunque nel club dell'Euro, almeno per ora. Se fosse uscita le conseguenze su un'economia che importa almeno tre volte i beni che esporta sarebbero state catastrofiche. Il ritorno alla sterlina cipriota avrebbe significato una svalutazione stimata intorno al 50-60%<sup>125</sup> ed un aumento della disoccupazione oltre il 15% che è già stato raggiunto. Ma anche l'Europa ha sicuramente corso rischi notevoli, al verificarsi dei quali le conseguenze sarebbero state ignote.

---

<sup>125</sup> Fonte: “Il Sole 24 Ore”, versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Roberto Bongiorno

2) La crisi non era prevedibile? È probabile che lo fosse<sup>83</sup>: le banche cipriote sono state danneggiate pesantemente dalla ristrutturazione del debito greco che esse detenevano, sia perché il prestito russo di emergenza del gennaio 2012 per 2,5 miliardi di euro a scadenza di 4,5 anni evidenziava una situazione pericolosa, sia infine perché da Marzo 2012 le agenzie di rating avevano cominciato a classificare i titoli di Stato ciprioti come "spazzatura". La richiesta di Cipro di intervento ai fondi salva-Stati europei del Giugno 2012 non doveva portare dopo nove mesi a decisioni che hanno il sapore dell'improvvisazione e non solo per le riunioni notturne dell'Eurogruppo e della Troika. L'Eurozona e l'euro sono troppo importanti per decisioni che potrebbero spaventare i depositanti e i mercati. Sarebbe un vero peccato se la crisi si riacutizzasse proprio adesso che la situazione in Europa si va tranquillizzando.

3) L'accordo raggiunto stabilisce un nuovo "paradigma" per altri futuri eventuali casi? I motivi per cui non si poteva far a meno di intervenire non sono molto dissimili da quelli già citati, nel precedente paragrafo, per il salvataggio della Grecia: rischio di contagio *in primis*, esposizione bancaria (in questo caso soprattutto fondi russi, molti di dubbia provenienza), paura della fine dell'Euro e di un effetto domino sui Paesi PIGS. Anche questo salvataggio ha voluto dimostrare, sostanzialmente, che l'Eurozona è "solida". Bisognerebbe, però, essere in grado di comprendere se e quanto il risultato raggiunto sia stato soddisfacente. È certamente possibile asserire che fosse preferibile ad una bancarotta. Ma qualora si presentassero nuovi casi di questo tipo, la soluzione applicabile sarà la medesima o si è trattato sul serio di un intervento *ad hoc*, *una tantum*? È doveroso ricordare che Cipro non è l'unico centro *offshore* europeo: sarebbe auspicabile far seguire la giusta opera di pulizia finanziaria applicata a Cipro, anche al Lussemburgo (il cui rapporto tra banche e PIL è 22 volte quello di Cipro<sup>126</sup>), al Liechtenstein, alle

---

<sup>126</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Carlo Bastasin



Isole Britanniche del Canale e a tutti gli altri paradisi fiscali europei in generale.

L'impressione che ha chi scrive è che si sia cercato soltanto di “mettere una pezza” al più presto possibile al problema, per evitare di gravare su una situazione internazionale fin troppo incerta; tuttavia, parrebbe non esservi alcuna intenzione di far seguire la strada intrapresa dall'isola al resto dei Paesi *offshore*.

C'è chi ritiene questo accordo “un grave precedente”<sup>127</sup>. Sarà pur vero che Cipro è un «caso unico e speciale» e il suo salvataggio *bail-in bail-out* non è un modello che sarà replicato. Vero, anche sette volte il PIL e una manciata tra titoli di Stato e senior bond bancari. Ma il precedente per l'Italia, grave, resta: chi chiede aiuto esterno all'Eurozona va soggetto a una condizionalità brutale.

L'allora Primo Ministro italiano, Mario Monti, subito dopo il raggiungimento dell'accordo si è premurato in Senato di chiarire che «il supporto finanziario a Cipro avverrà attraverso il Meccanismo europeo di stabilità. Non ci sarà nessun impatto sul disavanzo e sul debito pubblico italiano.»

Un impatto indiretto sull'Italia del salvataggio di Cipro comunque c'è: in tutti gli schemi adottati sinora, per quanto disegnati caso per caso, si è via via rafforzato un filo conduttore comune, cioè il sacrificio richiesto al Paese soccorso. Motivo in più per l'Italia di riflettere bene, prima di ricorrere allo scudo anti-spread.

Il conto di un salvataggio infatti può essere pagato dai contribuenti (in termini di aumento dello stock del debito pubblico e del debito/PIL), dai sottoscrittori dei titoli di Stato e delle obbligazioni subordinate bancarie ma anche dai detentori di obbligazioni bancarie senior e da chi ha un conto corrente. In caso di necessità, lo Stato aiutato è libero di rispolverare il

---

<sup>127</sup> Fonte: “Il Sole 24 Ore”, versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Isabella Bufacchi

controllo dei capitali: la BCE è pronta a tutto per l'euro ma non a parare una fuga di capitali in massa.

Secondo il *chief economist* di Unicredit Erik F. Nielsen, i conti pubblici italiani sono tra i migliori d'Europa, il rischio di contagio è attutito dalle misure fiscali e strutturali imposte dal Governo Monti, nonché dalla «stretta senza precedenti»: «interventi urgenti su conti e riforme – ha detto Nielsen – non servono».

Il problema del debito/PIL, l'elevato stock di debito e le basse prospettive di crescita dovute a bassa produttività e competitività, resta. Le banche italiane non sono state affossate dai titoli tossici, *subprime* e dalle bolle speculative immobiliari, ma accusano la recessione e l'aumento delle sofferenze: se le obbligazioni bancarie senior italiane dovessero essere contagiate dalle perdite inflitte ai *bondholder* ciprioti, l'aumento del costo della raccolta graverebbe sul credito già scarso a imprese e famiglie.

Oggi sappiamo che la crisi di Cipro è stata superata, grazie ad un accordo raggiunto a Bruxelles nella notte tra il 24 e il 25 Marzo, dopo ben 12 ore di negoziato<sup>128</sup>. I mercati, dapprima europei poi mondiali, hanno reagito istantaneamente in maniera positiva. Ma analizziamo meglio, più nel dettaglio, i termini di questo salvataggio.

Eurogruppo e Fondo monetario internazionale presteranno 10 miliardi (quota FMI probabilmente attorno a un miliardo). Il settore bancario cipriota sarà pesantemente ristrutturato: azionisti, detentori di obbligazioni e depositanti non assicurati con oltre 100 mila euro della Laiki Bank lasceranno sul tavolo 4,2 miliardi di euro (per l'Eurogruppo, il settore finanziario deve contribuire in totale con 5,8 miliardi di euro<sup>129</sup>). E poi restrizioni ai movimenti di capitale per evitare la grande fuga dall'isola, in particolare di russi e britannici. Un altro tabù, quello della libera circolazione

---

<sup>128</sup> Fonte: <http://www.radio24.ilsole24ore.com/notizie/2013-03-25/cipro-accordo-raggiunto-capitali-083854.php>

<sup>129</sup> Fonte: [http://www.adnkronos.com/IGN/News/Economia/Cipro-accordo-raggiunto-Via-libera-al-piano-di-salvataggio\\_3222517540.html](http://www.adnkronos.com/IGN/News/Economia/Cipro-accordo-raggiunto-Via-libera-al-piano-di-salvataggio_3222517540.html)

del denaro, si rompe. L'accordo prevede la chiusura immediata della Laiki Bank, che sarà divisa in una banca con *asset* "buoni" ed in una "*bad bank*". Gli *asset* buoni saranno incorporati nella Cyprus Bank, il principale istituto, che dovrà anche assumersi i 9 miliardi di euro di prestiti di emergenza concessi dalla Bce, una misura alla quale Anastasiades ha cercato a lungo di opporsi. Inoltre, si legge nella nota dell'Eurogruppo, "i depositi non assicurati (sopra i 100mila euro, ndr) saranno congelati fino a quando non ci sarà la ricapitalizzazione". I correntisti della Bank of Cyprus, molti dei quali russi, potrebbero subire perdite fino al 40% dei loro patrimoni. I depositi fino a 100.000 euro saranno garantiti dalla UE, quelli superiori saranno congelati e probabilmente convertiti in obbligazioni dello Stato.

"L'accordo mette fine alle incertezze su Cipro e sulla zona euro" ha detto il presidente dell'Eurogruppo, l'olandese Jeroen Dijsselbloem, che ha spiegato che "l'intesa evita la tassa e ristruttura profondamente il settore bancario di Cipro". "Andiamo incontro a tempi duri per Cipro, ma è il miglior accordo che potessimo fare": ha detto il ministro delle Finanze cipriota Michael Sarris. Fino alla riunione straordinaria dell'Eurogruppo il clima era molto teso. "Volete costringermi alle dimissioni?" aveva chiesto Anastasiades ai negoziatori a Bruxelles. Non è stato necessario, anzi, al termine della lunga discussione con il presidente del Consiglio Europeo Herman Van Rompuy, con il presidente della Commissione José Manuel Barroso, con il presidente della BCE Mario Draghi e con il direttore dell'FMI Christine Lagarde, si è persino dichiarato assolutamente soddisfatto: "Sono contento, perché avremo un programma di salvataggio e questo è nel migliore interesse del popolo cipriota e dell'eurozona nel suo insieme".

Le polemiche sulle modalità con le quali Cipro è stata salvata, però, non si sono fatte attendere. Se Berlino, come Cipro, si è dichiarata soddisfatta, il premier russo Dmitry Medvedev ha definito l'operazione "un furto"<sup>88</sup>, mentre preannunciava uno studio per valutare l'impatto del *bailout* varato dall'Eurogruppo per Cipro sugli investitori russi. Ed ha proseguito la

sua dichiarazione con parole forti: "Continuano a rubare quello che è già stato rubato. Dobbiamo capire a cosa porterà infine questa storia". Il presidente russo Vladimir Putin ha ordinato al Governo e in particolare al ministero delle Finanze di avviare un negoziato con i partner ciprioti per definire le condizioni per ristrutturare il prestito di 2,5 miliardi di euro assicurato da Mosca a Nicosia nel 2011. Il vice premier Igor Shuvalov, che aveva inizialmente intavolato un negoziato con il ministro delle Finanze cipriota per un possibile aiuto da parte di Mosca, ha infine, al contrario, auspicato che Cipro non debba mai più aver bisogno in futuro dell'assistenza della Russia. La tassazione sui capitali russi aveva mandato, già alcuni giorni prima dell'accordo finale, Putin su tutte le furie: "ingiusta, poco professionale e pericolosa"<sup>130</sup> così aveva definito la soluzione paventata da Bruxelles. Nessuno da Bruxelles, infatti, aveva chiesto un parere al Cremlino, nonostante il doppio filo (un'esposizione stimata intorno ai 31 miliardi di dollari) che lega la Russia a Cipro, malgrado siano gli oligarchi russi quelli che dovrebbero pagare il prezzo più alto e malgrado sia stata proprio Mosca a concedere il primo *bailout* nel 2011. La Russia avrebbe certamente preferito un accordo diverso che avrebbe dovuto concretizzarsi sotto forma di "tasse in cambio di gas". Proprio nel 2011, infatti, erano stati scoperti nuovi giacimenti a sud di Cipro, il cui sfruttamento è previsto entro il 2020. L'offerta avrebbe dovuto prevedere un'imposta del 20-30% sui depositi russi, in cambio di una quota nella futura compagnia elettrica cipriota che si occuperà dell'estrazione del gas, oltre ad alcuni "benefici aggiuntivi", quali posizioni di controllo nei *board* delle banche cipriote (Dmitrij Rybolovlev già detiene una quota del 9,7% in Bank of Cyprus, il che lo rende il maggior azionista non societario nella principale banca del Paese).

In tal modo, il quadro generale della situazione cipriota inizia a delinearsi in maniera forse più complessa, ma completa.

---

<sup>130</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 20 Marzo 2013, articolo di Antonella Scott

La crisi di Cipro, per quanto relativamente ristretta, in ogni caso rischia di avere ripercussioni anche future, su tutta l'Unione Europea nel suo insieme ed ha generato un ulteriore motivo di preoccupazione, nonché notevoli instabilità finanziarie e nuove incertezze.

Il nuovo presidente dell'Eurogruppo, il ministro olandese Jeroen Dijsselbloem, dopo il salvataggio di Cipro, ha dichiarato che il fondo salva-Stati Esm non dovrebbe mai essere usato per salvare le banche: «Non dovremmo mai neppure prendere in considerazione la ricapitalizzazione diretta delle banche in crisi»<sup>131</sup> ha detto.

A pagare il conto delle crisi creditizie, a suo avviso, dovrebbero essere solo azionisti, obbligazionisti ed, eventualmente, correntisti (solo sopra la soglia dei 100.000 euro). Non i contribuenti. Questo ha fatto crollare le Borse europee il giorno stesso. Anche perché Dijsselbloem ha già dato prova, come ministro delle Finanze in Olanda, di avere il pugno veramente duro: quando ha nazionalizzato SNS Bank ha infatti espropriato (caso unico nella storia) tutte le obbligazioni subordinate dell'Istituto.

Le sue parole, battute da Reuters alle 15:38 del 25 Marzo 2013, cambiano le carte in tavola in Europa. Perché dopo lunghe trattative i capi di Stato, qualche mese fa, avevano raggiunto l'accordo per dotare il fondo salva-Stati Esm del potere di ricapitalizzare le banche in crisi. Ma ora il presidente dell'Eurogruppo sembra lasciar intendere che questo fondo non sarà mai azionato. Che il salvagente non funzionerà mai. La preoccupazione secondo cui il pericolo «è che le Autorità cambino le regole del gioco durante la partita», si materializza.

Ecco perché il presidente dell'Eurogruppo ha creato il panico in Borsa quel giorno: in un attimo sembra aver tolto alle banche la rete europea di protezione.

---

<sup>131</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Morya Longo e articolo di Isabella Bufacchi

Senza l'accordo raggiunto con la Troika, Nicosia oggi sarebbe di fatto fuori dall'euro e dietro di sé avrebbe lasciato spalancato un cancello da cui prima o poi sarebbero passati altri Paesi<sup>132</sup>.

Tuttavia, la soluzione individuata è rischiosa, avrebbe potuto creare una fuga di capitali esiziale da un Paese all'altro alla ricerca di banche sicure.

Messa al sicuro Cipro in realtà nessuno è più al sicuro, e senza l'impegno dei Governi a favore di una rapida realizzazione dell'unione bancaria, sarà un miracolo se i mercati rimarranno tranquilli. Il nervosismo sui mercati dell'eurozona sta comunque crescendo, nonostante il salvataggio.

Senza fondi di risoluzione e di ricapitalizzazione comuni, investire in una banca europea è ormai più rischioso. Perfino depositare somme superiori a 100.000 euro è diventato meno sicuro. Inoltre bisogna capire quanto "temporanee" siano le imprecise "misure amministrative" che devono evitare la fuga dei capitali da Cipro.

Anche se non saranno un vero freno alla libera circolazione dei capitali, rappresentano un nuovo fattore di frammentazione del mercato finanziario europeo. In una fase in cui le banche europee devono aumentare il loro capitale e devono poter contare su una base stabile di depositi per non tagliare i prestiti all'economia, l'accordo di Cipro è come minimo una fotografia delle difficoltà europee.

Quanto all'idea che Cipro fosse un caso unico ed eccezionale, Dijsselbloem, ha ammesso il contrario: il metodo seguito in questa crisi sarà la regola in futuro. Una decisione affrettata per andare incontro all'elettorato di Finlandia, Germania e Olanda stufo di finanziare Paesi indebitati. Per anni infatti l'euro-area si è avvitata in un circolo vizioso di crisi bancarie che producevano debiti sovrani; a seguito della crisi di Cipro, sembrerebbe che essersi palesato un netto cambio di rotta: a pagare il conto di banche mal gestite non saranno gli Stati, bensì gli azionisti e i depositanti.

---

<sup>132</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Carlo Bastasin

Ma il circolo vizioso rischia di scattare lo stesso: le banche chiudono, i depositanti si impoveriscono, l'economia va in crisi e il debito pubblico aumenta.

In una sola notte per esempio Cipro ha smesso di essere un centro finanziario. Il sistema bancario rappresentava il 9,2% del reddito dell'isola, ma attraeva anche turismo e servizi professionali, forse in tutto il 12-15% del PIL. È probabile che tutto ciò sarà spazzato via da un accordo che è molto severo per azionisti e depositanti e dalle nuove norme anti-riciclaggio. Anche le banche risparmiate dall'accordo vedranno aumentare le perdite. I capitali esteri potrebbero sparire. L'occupazione ne risentirà severamente. Tamponando una crisi finanziaria se ne è aperta una di natura economica. Nel futuro prossimo i ciprioti vedranno scendere il loro reddito di almeno il 10%. Se seguirà anche una crisi politica, entro pochi anni Cipro dovrà essere nuovamente assistita dai partner dell'euro area.

Il principio secondo cui una banca gestita come un casinò non deve essere salvata dai contribuenti è corretto perché disciplina i comportamenti finanziari azzardati, così come quello che le perdite finiscano per gravare, seguendo una gerarchia logica, su azionisti e obbligazionisti e anche su depositanti facoltosi. Ma se la stessa logica fosse stata applicata nel 2008 alle banche di Germania, Francia e Olanda, oggi ci sarebbe un deserto finanziario in mezzo all'Europa.

Non era mai successo che emergesse una personalità internazionale europea in grado di dettare le condizioni a potenze poco interessate al dialogo, quali la Russia. Lo stesso "potere della volontà" dovrebbe ora riguardare l'unione bancaria.

Quello di Cipro è il quinto intervento di assistenza dell'Euro-area. In ognuno dei casi precedenti, la personalità politica europea è cresciuta insieme alle difficoltà. Sorprende per esempio la forza con la quale Bruxelles (e Berlino) hanno saputo trattare con Mosca nei giorni scorsi.

Per P.R. Krugman, infatti, la colpa della crisi di Cipro è da addebitarsi soprattutto (anzi esclusivamente) al denaro sporco russo<sup>133</sup>. Il premio Nobel si domanda per quale motivo le isole ai margini dell'Europa sembrano avere tutte questi problemi.

La storia di Cipro presenta evidenti parallelismi con quelle di Islanda e Irlanda, con il riciclaggio di denaro sporco russo come ingrediente extra. Tutte e tre queste isole-Stato hanno conosciuto una crescita rapida grazie al loro status di santuari del banking internazionale, che però li ha lasciati con un sistema bancario troppo gonfiato per poter essere salvato. In Islanda, all'apice dell'espansione, le banche detenevano attività per un valore pari al 980 per cento del prodotto interno lordo, l'Irlanda al 440 per cento. Cipro, con attività intorno all'800 per cento del prodotto interno lordo, da questo punto di vista era più vicina all'Islanda.

In tutti e tre i casi, la crisi è nata da un settore bancario fuori controllo. L'Islanda è uscita dalla crisi con meno ammaccature dell'Irlanda, e questo per due ragioni. La prima è che non ha coperto i debiti delle sue banche verso i creditori esteri, nemmeno i soldi depositati in conti correnti fuori dai confini nazionali. La seconda è che poteva contare sulla flessibilità che deriva dal fatto di avere una propria valuta. Quest'ultimo vantaggio ha favorito l'aggiustamento dell'economia islandese in termini reali, e ha consentito in una certa misura un processo di repressione finanziaria dagli effetti non troppo dirompenti, perché la svalutazione della corona (abbinata a controlli temporanei sui capitali) ha determinato una breve impennata dell'inflazione che ha eroso il valore reale dei depositi. I risparmiatori ci hanno rimesso, ma con istituti di credito cresciuti fino a dieci volte il PIL nazionale sarebbe successo comunque, in un modo o nell'altro.

Cipro, sfortunatamente, sembra aver fatto un gran pasticcio. A essere sinceri, il prelievo forzoso sui depositi che è stato proposto in realtà era meno

---

<sup>133</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2013-03-25/cattive-sorelle-angoli-europa-145128.shtml>



pesante delle perdite subite in termini reali dai depositanti islandesi (che ci hanno rimesso anche con le loro proprietà in valuta estera). Ma questo è solo l'inizio: anche con il default di fatto sui depositi, Cipro avrà bisogno di un prestito colossale dalla Troika e la condizione inesorabile per ottenere questo prestito sarà un'*austerity* spietata.

Abbiamo visto tre nazioni insulari, ai quattro angoli dell'Europa, trasformarsi in snodi dell'attività bancaria internazionale di proporzioni enormi rispetto al loro PIL, quindi entrare in crisi perché la loro economia non ha le risorse necessarie per salvare questi sistemi bancari metastatizzati quando qualcosa va storto. Tutto questo indica, almeno agli occhi di Krugman, che esiste un problema di fondo nell'architettura della finanza internazionale.

La crisi globale del 2008 è stata resa possibile in buon parte dall'erosione della regolamentazione del settore bancario. Come ha documentato l'economista Gary Gorton, dopo la Grande Depressione ci fu un «periodo di quiete» di settant'anni, in cui le crisi finanziarie importanti nei Paesi avanzati erano diventate un evento raro. Gorton sostiene che il segreto di questa quiete è da ricercarsi nella presenza di un sistema finanziario regolamentato e vincolato, che serviva anche a limitare le opportunità di indebitamento eccessivo al di fuori del settore bancario.

Ma questa regolamentazione dipendeva a sua volta, in larga misura, dal fatto che i flussi di capitali internazionali erano limitati, perché altrimenti le regole fissate negli Stati Uniti o in altri Paesi sarebbero state aggirate passando per paradisi fiscali come, appunto, Cipro. E quando si è cominciato a eliminare questi controlli di capitale, negli anni 70, siamo entrati in un'era di crisi finanziarie sempre più imponenti, prima in America Latina, poi in Asia e infine nel mondo intero.

Cosa possiamo fare, allora? Cipro, essendo un Paese dell'euro, dovrebbe essere protetto da una rete di sicurezza comune a tutta l'Eurozona, sostenuta da un'adeguata regolamentazione. “È follia” dice Krugman

“pensare che l'euro possa essere gestito indefinitamente ed esclusivamente con garanzie nazionali sui depositi: ma una garanzia sui depositi europea non sembra probabile e in ogni caso ci sono parecchie altre Cipro potenziali in giro”. Krugman conclude: “Tutto questo fa sorgere una domanda: l'era del libero movimento dei capitali è solo una bolla destinata a finire in futuro non lontano, forse tra qualche anno?”

Pertanto, la colpa del collasso sarebbe da ricercare nel fatto che il sistema bancario s'è espanso a dismisura, grazie a bassa tassazione, segreto e protezione delle identità e dati dei correntisti<sup>134</sup>.

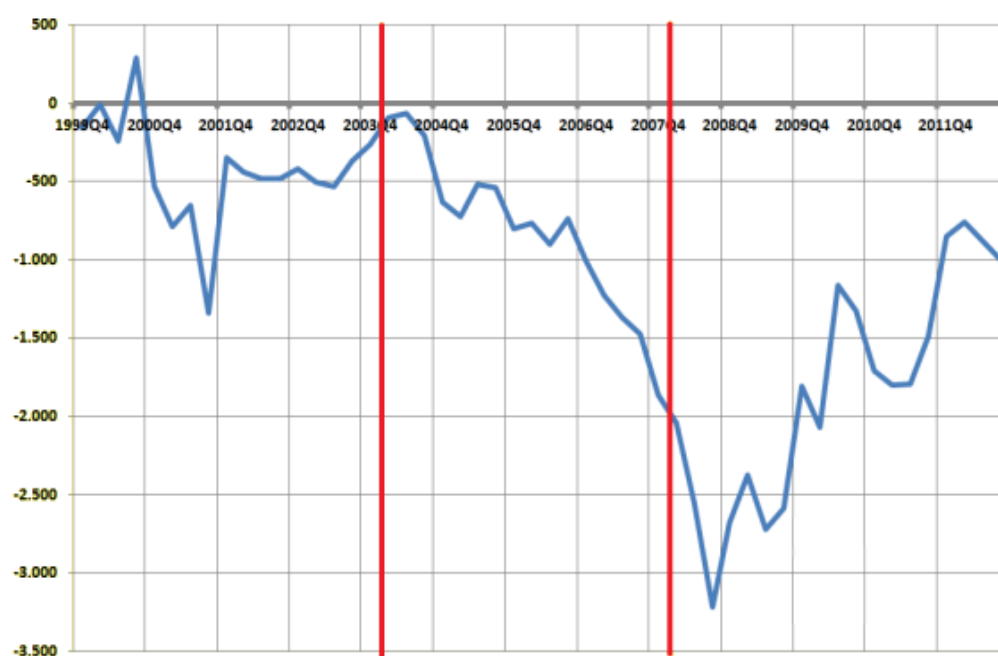
Gli stessi banchieri ciprioti, sono ingrassati su tale sistema, ed hanno investito male parte dei loro proventi (in Grecia). I *media*, di norma, addebitano la colpa a colui che collassa: Cipro, le sue banche, le sue istituzioni che non controllavano, i suoi politicanti mediocri incapaci di guidare il Paese verso un modello virtuoso.

Tuttavia, la “teoria del ciclo di Frenkel”, che finora parrebbe adattarsi perfettamente a tutte le crisi finanziarie che abbiamo vissuto ultimamente, ci consente un'altra visione, forse maggiormente approfondita ed a più ampio spettro. Secondo questa teoria, quando un Paese debole (per esempio: la Spagna) crea un'Unione monetaria con un Paese più forte (per esempio: la Germania), il primo raccoglie i capitali provenienti dal secondo, così indebitandosi. Ciò fa salire l'inflazione, ma le manovre monetarie sono impedito dal fatto che la moneta è unica. Pertanto, il Paese più forte attua riforme e politiche volte a contenere l'inflazione ed il costo del lavoro, rafforzando l'economia reale. La bilancia dei pagamenti del Paese forte migliora e può investire capitali nel Paese più debole, la cui bilancia commerciale subisce un crollo, che però viene compensato da ulteriori afflussi di capitale, sino a generare bolle speculative ed un indebitamento enorme. Il sistema continua a funzionare ed il PIL del Paese debole

---

<sup>134</sup> Fonte: [scenarieconomici.it](http://scenarieconomici.it)

apparentemente sale (sebbene generato da valori distanti dai propri fondamentali), sino a quando dall'esterno una crisi fa esplodere le bolle e l'afflusso di capitali si blocca (anche a causa delle paure degli investitori del Paese forte). Le tensioni non possono scaricarsi sui cambi per cui il sistema del Paese indebitato inizia a collassare in quanto non è più in grado di far fronte ai propri pagamenti. Lo spread sale e la crisi raggiunge il proprio apice (scoppiano le bolle, c'è un boom di crediti inesigibili e il sistema bancario mal regolamentato implode). Questo sembrerebbe essersi verificato anche nel caso di Cipro. Analizziamo di seguito il conto corrente della Bilancia dei pagamenti dell'isola<sup>135</sup>.



Cipro ha adottato l'Euro nel 2008. Un inglese potrebbe sostenere che il grafico sia "*self-explanatory*". La vera domanda di fondo allora potrebbe forse essere: in considerazione del fatto che il medesimo ciclo si ripropone ogni qualvolta un Paese debole entra a far parte di un'unione monetaria, è davvero conveniente (soprattutto per i Paesi periferici, con minor risorse a disposizione per far fronte alle crisi) farne parte?

<sup>135</sup> Fonte: Real-World Economics Review Blog

### 3.17) Considerazioni sulla crisi di Cipro

Come già detto, il quadro di Cipro è molto complesso e le fonti in merito non solo sono relativamente scarse, ma oltretutto, a causa forse degli interessi in gioco (i fondi neri di cui abbiamo detto), sono altresì non del tutto chiari e limpidi. È alquanto bizzarro<sup>136</sup> che, dopo aver immesso centinaia di miliardi di euro nella crisi greca, l'Unione europea e il Fondo monetario internazionale abbiano di fatto negato a Cipro un intervento da 10 miliardi, a meno di un prelievo forzoso sui conti correnti. Un *diktat* che può apparire assurdo, anche in considerazione del fatto che proprio il collasso greco è stato la causa principale delle difficoltà delle banche cipriote, che avevano largamente investito nel Paese ellenico dopo l'ingresso nell'euro nel 2008.

Cipro, in qualche modo, è vittima della Grecia e, soprattutto, dei falliti tentativi da parte della Troika di evitare lo scivolamento di Atene verso il disastro.

Certo Cipro non è la Grecia, per dimensioni, peso politico, PIL. È stato notato che la Cina crea, in termini di prodotto, una Cipro ogni settimana. Ma la crisi di questa piccola isola può avere effetti non meno gravi sul sistema dell'euro. Vanno sempre ricordate le origini della grande crisi finanziaria di questi anni. Quando nel giugno 2007 falliscono due piccoli *hedge fund* di Bear Sterns che investivano in *real estate*, pochi capiscono quello che sta per succedere. Nove mesi dopo, però, nel marzo del 2008, salta Bear Sterns e dopo altri sei mesi tocca a Lehman Brothers. La crisi diventa in breve tempo sistemica. È l'esempio di come piccoli eventi possono produrre, con il diffondersi della paura, danni molto più estesi.

È con questa consapevolezza che bisogna guardare al caso di Cipro. Nel cuore della crisi che stiamo vivendo, diffondere incertezza circa la capacità delle banche di restituire i depositi può produrre danni generalizzati e molto ampi. Non è un caso che negli Stati Uniti e in Europa siano previste

---

<sup>136</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Carlo De Benedetti

assicurazioni per i correntisti, rispettivamente fino a 250.000 dollari e a 100.000 euro.

Negli Stati Uniti la Fed in questi anni ha sempre enfatizzato la sicurezza dei depositi. Dopo il collasso di Lehman il governo federale ha offerto un'assicurazione speciale su tutti i depositi, senza soglie massime e senza interessi. Immaginate solo cosa succederebbe se negli Usa o in uno qualunque dei principali Stati europei si diffondessero *rumors* su un prelievo del 10% sui depositi. La corsa agli sportelli sarebbe inevitabile, le banche chiuderebbero per giorni, imprese e famiglie cesserebbero di fare pagamenti. Il collasso per tutta l'economia occidentale sarebbe immediato.

Se questo è il rischio, perché i leader europei, dopo aver speso una fortuna in altri salvataggi, nel caso di Cipro non mollano l'ipotesi della tassazione dei depositi, seppure con una soglia più alta rispetto alle prime ipotesi? C'è certamente la comprensibile volontà di far pagare anche chi, da fuori dell'Europa, ha sfruttato con disinvoltura questo piccolo paradiso fiscale in zona euro (ricordiamo sempre che a Cipro i depositi sono arrivati a 93 miliardi di euro, otto volte il PIL, e appena un terzo fa capo a soggetti residenti). Tuttavia, non si capisce per quale motivo è stato possibile tollerare che si sviluppasse un paradiso fiscale, utile a ogni riciclaggio, nel cuore dell'Europa. E qualcuno dovrebbe anche giustificarsi per i ritardi nell'Unione bancaria, con il suo corollario di mancata vigilanza e regole comuni.

Dietro questa scelta c'è ancora una volta il prevalere degli interessi nazionali sulle convenienze comuni, le singole Nazioni prima dell'Europa. C'è la scarsa lungimiranza di chi in Germania, vedendo avvicinarsi le elezioni, vuole dare segnali di intransigenza al proprio elettorato. Cosa di meglio, allora, che mostrarsi severi con la piccola Cipro, con i suoi poco graditi ospiti russi?

Dare il messaggio che in Europa i depositi non sono sicuri è molto pericoloso per Paesi come l'Italia e la Spagna, che già vedono sistemi bancari in grande sofferenza, l'impatto può essere disastroso.

Se una banca dev'essere ricapitalizzata, perché insolvente, sono chiamati a contribuire, «se necessario», oltre agli azionisti, anche coloro che hanno un deposito. La banca senza rischi non esiste più e la soluzione raggiunta per Cipro, così commenta Franco Bruni, docente di politica monetaria alla Bocconi<sup>137</sup>, ha elementi di rigore concettuale legati al fatto che, al di là dei depositi assicurati di piccole dimensioni, le passività delle banche fanno parte delle risorse da utilizzare in caso di fallimento».

La soluzione adottata per Cipro (così come per l'Irlanda o la Spagna) lascia intendere che la banca centrale europea e i fondi di salvataggio potranno intervenire per salvare gli Stati, ma non le banche. Il principio è da tempo ribadito dal Governo tedesco (e pure da buona parte dell'opposizione) e condiviso da Paesi come Olanda, Austria e Finlandia e, per questo, non può apparire inatteso.

Da quando è iniziata la campagna elettorale in Germania, pare che si stia esaurendo la disponibilità al soccorso dell'Eurozona. L'idea che il modello Cipro, possa essere trasferito dalle banche agli Stati, sta prendendo piede nelle istituzioni tedesche.

Il ruolo della Banca Centrale Europea, inoltre, sembra non essere quello di prestatore di ultima istanza<sup>138</sup>. Se la BCE non può preparare nemmeno un pacchetto di 5,8 miliardi di euro, il minimo che era necessario per salvare Cipro, cosa potremmo aspettarci qualora questo problema si dovesse presentare in Italia? C'è urgente bisogno di un'Unione Bancaria che, oltre a calmierare i mercati, dia una forte garanzia di stabilità e certezza.

Se, per esempio, si guarda il caso di Argentina 2001, ci si rende conto che si trattava di una scommessa piuttosto chiara. In Argentina, il coefficiente di riserva in dollari USA si conosceva: era il 30%. Sapevano tutti che i depositi USD erano stati dati in prestito al governo e che il governo era di

---

<sup>137</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del 26 Marzo 2013, articolo di Walter Riolfi

<sup>138</sup> Fonte: <http://sibileau.com/martin/2013/03/24/why-cyprus-2013-is-worse-than-the-kreditanstalt-1931-and-argentina-2001-crisis/>

fronte ad una significativa probabilità di default. Le banche comunque offrivano ai loro clienti in dollari un tasso di interessi del 20% annuo.

Pertanto, un argentino che aveva soldi in banca poteva affrontare una scommessa chiara: “guadagnare il 20% annuo contro la probabilità di perdere 2/3 del capitale”. Se pensava che la probabilità di un default del governo argentino fosse dopo almeno quattro anni, poteva propendere per il rischio ed accettare la scommessa.

Un soggetto che ha un deposito in una banca europea, invece, ad oggi non conosce di preciso le regole del gioco. Altro che una scommessa chiara! Non sa quale potrà essere la perdita del suo capitale, perché, se si ripeteranno le modalità del salvataggio adottate per Cipro, la soluzione sarà decisa in un week-end da politici, peraltro nominati e non eletti, che quindi nemmeno lo rappresentano.

Pier Carlo Padoan, il capo economista dell'Ocse, in una recente intervista del 28 Marzo 2013, ha detto che bisognerà “essere pronti a fare fronte” ad altre crisi bancarie nei Paesi dell'euro perché “sappiamo che ce ne saranno”<sup>139</sup>. Considerazione, quella di Padoan, che segue di pochi giorni le discusse esternazioni del presidente dell'Eurogruppo. L'olandese Jeroen Dijsselbloem aveva contribuito a deprimere le Borse dicendo che il piano di salvataggio di Cipro non sarebbe stato un unicum ma “un modello” per il futuro. Per quanto sia straordinario il caso della “bancocentrica” economia mediterranea, la rivalsa sugli obbligazionisti di Cipro e il prelievo forzoso imposto da Bruxelles sui conti correnti dei risparmiatori indicano che gli istituti dell'Eurozona sono vulnerabili a intrusioni esterne. I depositi custoditi nel sistema bancario cipriota sono scesi a febbraio, per il nono mese consecutivo, del 2,2 per cento, dopo un calo di pari entità a gennaio, fermandosi a 46,4 miliardi di euro<sup>140</sup>. Nel primo giorno di riapertura delle

---

<sup>139</sup> Fonte: Il foglio quotidiano, 29 Marzo 2013, articolo di Alberto Brambilla

<sup>140</sup> Fonte: Bollettino mensile della BCE

banche, chiuse dal 16 marzo 2013, gli sportelli bancari di Nicosia sono stati assediati dai risparmiatori intenzionati ad alleggerire i loro conti, nonostante le restrizioni su modalità e quantità dei. L'*Economist intelligence unit* in una nota ai clienti, ha affermato che “il prelievo forzoso eroderà la fiducia nella sicurezza dei depositi rendendo le fughe di capitali più difficili da fermare”.

Molti analisti fanno notare come, nonostante non sia stata presa alcuna decisione politica in questo senso, Nicosia venga considerata di fatto fuori dall'euro<sup>141</sup>. Teoricamente 100 euro depositati in una banca cipriota dovrebbero equivalere a 100 euro depositati in una banca tedesca. Nei fatti non è così visto che, alla luce delle restrizioni ai movimenti di capitale, un correntista di Cipro non ha le stesse facoltà di disporre di un correntista in Germania. La paura di un'implosione dell'euro, che la BCE di Mario Draghi aveva contribuito ad allontanare, è tornata a farsi vedere sui mercati, alimentata peraltro dalle (incaute, secondo molti) dichiarazioni del presidente dell'Eurogruppo Jeroen Dijsselbloem di cui abbiamo già ampiamente discusso in precedenza. Parole che, nonostante le successive smentite, hanno pesato come macigni sui mercati. Ora la "balcanizzazione dei depositi" (cioè la fuga dei correntisti dalle banche periferiche a quelle dei Paesi "core") è un rischio reale che occorre scongiurare in ogni modo.

Bisogna peraltro aggiungere che, già prima dello scoppio della crisi di Cipro ed il presentarsi del rischio di prelievo forzoso, molti correntisti avevano deciso di “cambiare aria”: a febbraio, i depositi totali delle banche sull'isola erano calati del 2,2% passando da 47,4 a 44,6 miliardi<sup>142</sup>. Si trattava forse di un ennesimo segnale premonitore al quale, col senno di poi, in molti non avevano attribuito il giusto peso.

Al contrario di molti analisti, invece (come è forse ovvio che sia, dato che difende il proprio operato), l'italiano Mario Draghi, presidente della

---

<sup>141</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-03-28/quei-paesi-banche-grandi-220257.shtml>

<sup>142</sup> Fonte: dati BCE



BCE, si inserisce nel dibattito politico ed economico che caratterizza l'Europa negli ultimi periodi, dichiarandosi soddisfatto del proprio operato: «Oggi, rispetto ad un anno fa, le condizioni dell'Europa sono decisamente migliorate, ma perché le cose funzionino davvero serve maggiore integrazione<sup>143</sup>; ci vuole più Europa».

Come ha detto lui stesso, la BCE ha prevenuto «il panico dei mercati e il tracollo finanziario» d'Europa: «Possiamo dire con molta sicurezza che la nostra Unione Economica e Monetaria è più stabile oggi che un anno fa. La risposta alla crisi non è meno Europa, ma più Europa. La Banca Centrale Europea, come istituzione alla base dell'integrazione Europea, ha avuto un ruolo in prima linea nel combattere la crisi. La credibilità della BCE ed il suo impegno nel raggiungere gli obiettivi primari è un dato di fatto per i mercati e per i cittadini d'Europa. I mercati sanno ormai che l'Euro è una valuta forte e stabile.» Ha detto Draghi, ad un anno di distanza circa dalla ormai nota promessa di fare tutto il necessario per salvaguardare la moneta unica.

«Ad ogni modo» - ha poi aggiunto - «le condizioni economiche della Regione devono ancora migliorare ed i Governi non possono interrompere il percorso di riforme strutturali e dell'Unione bancaria. La crisi che affrontiamo oggi ha infinite sfaccettature e ciò significa che anche la risposta politica deve essere sfaccettata e deve coinvolgere più istituzioni diverse.»

Draghi insiste, ancora una volta, sull'urgenza di creare un'Unione bancaria che consenta alla BCE di svolgere il ruolo di supervisore e che disponga di un fondo di risoluzione. «All'Europa serve un futuro fatto di maggiore integrazione.»

Se volessimo riassumere, in sostanza, la soluzione alle recenti crisi del debito, starebbe tutta in queste parole: «L'Unione bancaria è l'unico modo per interrompere quel circolo vizioso esistente tra il settore bancario e il debito sovrano in Europa.»

---

<sup>143</sup> Fonte: articolo pubblicato venerdì 24 Maggio 2013 su Forexinfo.it da Federica Agostini

I proventi derivanti dai depositi russi erano stati investiti in titoli di Stato greci e in prestiti alle imprese elleniche<sup>144</sup>. Data la situazione, la scelta logica per il Paese doveva essere una e chiara: se il governo voleva sopravvivere, i depositanti stranieri si sarebbero dovuti accollare parte delle perdite. Non si capisce bene, pertanto, perché il governo cipriota sia stato, in un primo momento, così restio a imporre un prelievo ai depositanti.

In ogni caso, la soluzione alla quale alla fine si è arrivati ha senso: le due più importanti banche del Paese sono state liquidate. I loro *asset* tossici saranno separati e indeboliti nel tempo. Né il governo cipriota né i contribuenti europei verseranno altri fondi a questi istituti, e le perdite restanti dopo lo smaltimento degli *asset* dovranno essere sostenute dai creditori non assicurati, ovvero i titolari di depositi superiori a centomila euro (130mila dollari).

Anche se Cipro è uno Stato troppo piccolo per essere rilevante sul piano dei mercati finanziari globali, il suo caso potrebbe creare un precedente importante che indicherebbe ai *policymaker* europei come affrontare eventuali problemi bancari futuri. Potrebbe influire sul progetto di unione bancaria, che necessita di tre elementi:

1. Una vigilanza unica: in primo luogo, la crisi di Cipro ha evidenziato la necessità di un supervisore unico *super partes*. La Banca centrale europea non avrebbe mai consentito alle banche cipriote di attrarre depositi così ingenti garantendo tassi di interesse fuori mercato, per poi mettere tutte le uova in un unico paniere, cioè la Grecia. Questa era una strategia ad alto rischio e senza rete di protezione.
2. Un'autorità di risoluzione a livello europeo: mentre si continua a discutere sul meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie nella zona euro, alcuni eventi hanno evidenziato che la BCE di fatto già

---

<sup>144</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2013-04-19/tabu-infranto-cipro-064227.shtml> (articolo di Daniel Gros, traduzione di Federica Frasca)

ricopre questo ruolo. Nessuna banca in difficoltà può sopravvivere se la BCE non gli concede o rinnova la fornitura di liquidità. Certo, questa concentrazione di potere nelle mani di un organismo totalmente indipendente non è ideale dal punto di vista della responsabilità democratica. Tuttavia, ciò dovrebbe fungere da ulteriore incentivo per gli Stati membri della zona euro a deliberare la creazione di una vera e propria autorità di risoluzione europea, dotata di fondi sufficienti a liquidare anche le grandi banche in modo strutturato.

3. Un sistema credibile di garanzia dei depositi: la rivolta dei piccoli risparmiatori di Cipro ha evidenziato la necessità di un sistema credibile di garanzia dei depositi. La direttiva UE che stabilisce la tutela dei depositi bancari fino a 100mila euro non prevede una garanzia europea, bensì solo a livello nazionale. In realtà, però, molti hanno avuto l'errata percezione che in qualche modo l'Europa proteggesse i piccoli risparmiatori. Eppure, almeno fino a questo momento, non si era mai parlato di un sistema di garanzia dei depositi a livello europeo, perché il problema non era stato percepito come reale. Cipro ha infranto questa sorta d'illusione: limitare la garanzia dei depositi al livello nazionale non è più una strada percorribile.

Cipro offre anche una lezione più generale: data la reazione estrema dei mercati finanziari al crollo della Lehman Brothers nel 2008, era evidente per i *policymaker* europei che a nessuna banca fosse consentito di diventare insolvente. Tuttavia, i mercati finanziari hanno reagito senza scomporsi alla notizia che, per la prima volta, anche i depositanti di una banca UE perderanno parte dei loro capitali (e ciò è stato registrato con soddisfazione a Berlino e in altri paesi nordeuropei).

Pertanto, la lezione fondamentale per i *policymaker* europei è la possibilità di un *bail-in* dei depositi bancari, ovvero di una partecipazione dei

creditori di una banca al salvataggio. Un'ammissione ufficiale non c'è stata, ma le ormai note parole del presidente dell'Eurogruppo Jeroen Dijsselbloem lasciano intendere questo.

I clienti di Cipro con più di 100.000 euro sul conto dovranno aspettare fino a settembre per scoprire quale sarà l'entità finale dell'imposta da pagare sui loro risparmi, richiesta dal piano di salvataggio internazionale. Lo ha comunicato la Banca Centrale del Paese<sup>145</sup>.

I depositanti hanno già perso il 37,5% dei loro risparmi, mentre un altro 22,5% resterà congelato fino a quando la Banca Centrale non rivelerà il prelievo finale. I mezzi di comunicazione a Cipro scrivono che i depositanti con più di 100.000 euro probabilmente saranno costretti a rinunciare al 60% dei loro risparmi.

La Banca di Cipro detiene circa un terzo di tutti i depositi a Cipro. Una perdita forzata del 60% avrebbe un grave impatto su molte imprese locali e sulle famiglie. A corto di liquidi Cipro ha ottenuto 10 miliardi di euro dal piano di salvataggio da parte dell'UE e dell'FMI. In cambio, Nicosia ha accettato di tassare i conti bancari, aumentare le tasse, ridimensionare il settore pubblico e privatizzare le aziende statali.

Tuttavia, la crisi di Cipro rappresenta un caso estremo e speciale sotto molti aspetti. Il modo in cui è sorto il problema e la soluzione alla fine adottata rischiano di avere ripercussioni importanti su come l'Europa affronterà i propri problemi bancari negli anni a venire.

La consapevolezza che il contribuente europeo non è tenuto a salvare tutte le banche in difficoltà potrebbe avere un effetto molto benefico, perché la resistenza della Germania a un'unione bancaria è dettata dal timore che i contribuenti tedeschi siano costretti a finanziare indirettamente le perdite delle banche nei Paesi in difficoltà ai confini della zona euro.

Forse questa paura ora verrà meno.

---

<sup>145</sup> Fonte: Milano Finanza, 12 Aprile 2013

Anche dal punto di vista legislativo interazionale molte cose potrebbero iniziare a cambiare e si andrebbe verso una svolta storica.

Secondo quanto risulta a “Il Mondo”<sup>146</sup>, infatti, l’Unione Europea starebbe per prepararsi ad emanare una nuova direttiva a seguito della stangata di Cipro.

Già dal Giugno 2012, la Commissione Europea avrebbe approntato una proposta di Direttiva che equipara i grandi correntisti bancari, che posseggono oltre i 100.000 euro sul conto, agli azionisti. E ormai il documento sarebbe prossimo all’approvazione, dopo aver passato il vaglio della Commissione Affari economici del Parlamento Europeo e poi essere pronto, eventualmente emendato, per il via libera.

Questa decisione rientrerebbe nel quadro della realizzazione dell’Unione Bancaria Europea. E risalirebbe a una riflessione sollecitata dal commissario agli Affari economici e monetari, il finnico Olli Rehn: prima di iniettare soldi pubblici e aiuti internazionali in una banca in crisi e penalizzare i contribuenti, avviando il cosiddetto *bail-out*, salvataggio dall’esterno, è il senso della proposta, bisognerebbe cercare di risolvere la situazione con le risorse interne, attraverso un *bail-in*. Proprio Rehn, peraltro, si era lasciato sfuggire un’ipotesi del genere durante l’acme della crisi cipriota, ma le sue parole si erano trasformate in una clamorosa autorete (e l’economista finnico sa di che si parla: ha giocato nella serie A di calcio finlandese). Le sue parole avevano suscitato il panico sui mercati e lo avevano costretto alla retromarcia, secondo indiscrezioni, su sollecitazione di Dijsselbloem. Ma lo stesso neopresidente dell’Eurogruppo sarebbe in realtà sulle stesse posizioni di Rehn, considerato che ha definito il salvataggio delle banche cipriote «un modello». Quanto all’entrata in vigore della Direttiva, ammesso che sia approvata, i passaggi tra i meandri delle istituzioni europee nell’arco di quasi un anno l’avrebbero anticipata dal 2018 al 2015.

---

<sup>146</sup> Fonte: Il Mondo, versione cartacea del 3 Maggio 2013, articolo di Pietro Romano

### 3.18) Il rapporto tra sistema bancario e PIL

È bene ricordare, ancora una volta, che Cipro non è l'unico Paese *offshore* europeo, ma soprattutto che non è l'unico Paese con un rapporto tra sistema bancario e PIL molto elevato, come vediamo dai dati riportati in tabella<sup>147</sup>, dove sono elencati i Paesi UE con un rapporto tra sistema bancario e PIL maggiore del 100%.

<b><i>Paese</i></b>	<b><i>Rapporto tra sistema bancario e PIL</i></b>
Lussemburgo	2170%
Malta	790%
Cipro	707%
Irlanda	706%
Francia	420%
Paesi Bassi	409%
Zona Euro	346%
Spagna	335%
Portogallo	334%
Austria	310%
Germania	307%
Finlandia	295%
Belgio	286%
Italia	268%
Grecia	224%
Slovenia	143%
Estonia	112%

In considerazione del fatto che il neo-presidente dell'Eurogruppo Dijsselbloem ha prefigurato che «la soluzione adottata per Cipro servirà da modello alle future ristrutturazioni bancarie della zona euro», è certamente importante comprendere quali potranno essere i prossimi membri dell'Unione

---

<sup>147</sup> Fonte: Bollettino ufficiale BCE e Eurostat, dati aggiornati a Gennaio 2013.

Monetaria, con un *business-model* di tipo cipriota, ad esplodere e richiedere salvataggi. Banche troppo grandi diventano, in tempi di crisi, buchi incolmabili per gli Stati.

Vediamo quindi anche una tabella<sup>148</sup> che confronta i conti correnti europei:

<b><i>Paese</i></b>	<b><i>Depositi in miliardi di euro</i></b>	<b><i>Var. % sull'anno precedente</i></b>
Cipro	72	-12%
Grecia	305	-9%
Irlanda	461	-17%
Portogallo	317	-8%
Belgio	644	-5%
Austria	528	-3%
Spagna	2.216	-2%
Francia	3.907	-1%
Italia	2.282	+6%
Paesi Bassi	1.807	+7%

Secondo Moody's<sup>149</sup>, la decisione di imporre perdite ai correntisti rappresenta un passo significativo nella strategia del “*bail-out*” dei debiti sovrani, ma potrebbe avere implicazione negative sui rating delle banche europee e forti effetti di contagio.

L'accordo di Nicosia cela infatti la chiara volontà di evitare default di Stati sovrani, anche a costo di mettere in forse la tutela dei risparmi privati custoditi nelle banche: un'escalation pericolosa (dopo gli “*haircut*” ai bond sovrani e al debito subordinato di alcune banche come l'olandese Sns), che mette in allarme i correntisti e rischia di provocare la tanto temuta fuga dalle banche. Finora, sotto questo aspetto, le cose non sono andate poi male in Italia durante la crisi.

<sup>148</sup> Fonte: Morgan Stanley Research; BCE datastream. Dati a fine Gennaio 2013.

<sup>149</sup> Fonte: <http://iusletter.com/il-mercato-teme-leffetto-contagio/>

L'ammontare dei depositi, tranne qualche eccezione nelle fasi più turbolente, è infatti cresciuto e nell'ultimo anno, grazie soprattutto all'apporto delle famiglie, ha registrato un incremento del 6% che colloca il nostro Paese al secondo posto in Europa dietro all'Olanda (+7%).

La fuga, semmai, si è registrata altrove: in Grecia e a Cipro ovviamente, in Irlanda (dove però da mesi si assiste a una stabilizzazione), in Portogallo e in Spagna, dove la scorsa estate sono “migrati” oltre 100 miliardi di euro.

Ora però la mossa su Cipro potrebbe mettere in discussione uno dei capisaldi, la tutela del denaro custodito in banca appunto. Perché se è vero che la storia di Nicosia rappresenta un caso a sé (come del resto lo era a suo tempo quella di Atene) e che lì il prelievo forzoso è dettato dalla grandezza spropositata del sistema finanziario dell'isola come pure dalla volontà politica di andare a colpire capitali che affluiscono dall'esterno dell'Europa (soprattutto dalla Russia), non si può neanche negare che difficilmente una mossa del genere passerebbe alla lunga inosservata.

Un elemento di inquietudine, rilevato da Credit Suisse, riguarda più strettamente la sfera politica: gli interventi di salvataggio che più gravano sui privati (come lo è un prelievo forzoso sui depositi) creano nella popolazione crescente avversione all'Eurozona e favoriscono i movimenti di protesta.

Il presidente della Consob, Giuseppe Vegas, ha sottolineato che l'Italia «non corre nessun pericolo e non esiste nessuna preoccupazione per i nostri risparmiatori. Cipro è una realtà limitata, molto particolare e profondamente diversa dalla nostra e non drammatizzerei gli effetti della sua crisi».

Intanto, però, Fitch ha ridotto il rating di Intesa Sanpaolo e UniCredit. In questo caso, però, la mossa non è legata agli eventi di Cipro, ma una diretta conseguenza del “*downgrade*” sull'Italia (da A- a Bbb+) alla quale ieri sono stati di fatto allineati i giudizi delle altre due grandi società di rating.



Analizziamo brevemente i Paesi che ad oggi parrebbero più a rischio o che già hanno subito le crisi<sup>150</sup>:

- *Lussemburgo*. Il Granducato è situato nel cuore dell'Europa degli affari, tra Bruxelles e Francoforte ed è membro fondatore dell'Unione Europea. Le banche straniere vi hanno accumulato quasi 22 volte il PIL dello Stato: circa 1000 miliardi di dollari. Il suo indice di opacità bancario lo pone appena al di sotto delle Isole Cayman, ma come paradiso fiscale è persino più voluminoso, in quanto si accaparra il 13% del mercato globale dei servizi finanziari (le Cayman “solo” il 5%); il Lussemburgo non pratica ritenuta alla fonte sui profitti finanziari internazionali, né conosce le tasse sui redditi maturati fuori.

Le incommensurabili agevolazioni fiscali hanno fatto del Granducato, benché si tratti di uno Stato di solo mezzo milione di abitanti<sup>151</sup>, il più grande centro di *private banking* dell'Euro-zona ed il secondo mercato mondiale dei fondi d'investimento dopo gli Stati Uniti d'America (dove sono registrati 3700 fondi speculativi, con oltre 2 mila miliardi di euro gestiti). La sua borsa è la seconda per le quotazioni di obbligazioni internazionali. È per questo che colossi quali Paribas, Deutsche Bank e UBS hanno qui filiali gigantesche.

Tra l'altro, il Lussemburgo è il paradiso delle carte di credito; ne ha emesse 1,7 milioni, una ogni tre abitanti, attive soprattutto al di fuori dei confini del granducato. Nel 2011 hanno generato 26 milioni di operazioni, 5 volte più che nel 2001, per un totale di 2,4 miliardi di euro.

---

<sup>150</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-03-28/quei-paesi-banche-grandi-220257.shtml>

<sup>151</sup> Fonte: wikipedia

Facciamo un paio di esempi. Il profitto che un investitore ottiene da un fondo lussemburghese, versato sul proprio conto svizzero, non viene tassato né in Lussemburgo né in Svizzera. La ditta italiana che pone la sua *holding* in Lussemburgo, può pagare ai suoi padroni compensi e dividendi esenti dalla tassazione italiana.

È qui che, se scoppierà il crack, sarà titanico; tutto ciò considerato, sarebbe davvero il colmo dover eventualmente «salvare» le banche lussemburghesi con le tasse dei contribuenti: si tratterebbe di un caso assurdo, in cui chi paga le tasse è costretto ad aiutare chi le ha sempre eluse.

Le parole di Dijsselbloem, in questo senso, possono trovare maggior apprezzamento.

Tuttavia, il Paese è sanissimo: il debito/PIL è al 21%. La differenza tra finanza ed economia reale, però, è fin troppo evidente. Infatti il Fondo Monetario Internazionale, già a maggio 2013, ha posto il problema: «L'intensificazione della crisi europea potrebbe portare in Lussemburgo la crisi attraverso il canale finanziario». In questo caso, l'allarme del Fondo è stato abbastanza blando (ha semplicemente richiesto una maggiore sorveglianza), perché il Paese presenta molte solidità, essendo un puro centro *off-shore*. In tutti gli altri Paesi con sistemi bancari sproporzionati i problemi sono infatti stati enormi: in Spagna e soprattutto in Irlanda e a Cipro. Invece in Lussemburgo no. Per un motivo: in tutti gli altri casi, a scatenare la crisi sono state motivazioni ben precise, che qui per ora non si vedono o intravedono nemmeno all'orizzonte.

«Il Lussemburgo è molto diverso dall'Irlanda o da Cipro» osserva Gianluca Garbi, numero uno di Banca Sistema. Le banche del Paese hanno pochi impieghi, cioè non prestano i soldi,

ma fanno generalmente gestioni patrimoniali. Questo rende il Paese ben più solido rispetto all'Irlanda o a Cipro, dove le banche erano molto esposte sui mutui o sulla Grecia». Si tratta insomma di un puro centro *off-shore*. Per questo ben più immune a shock asimmetrici provenienti da cause esterne.

- *Malta*. Malta è il terzo Stato più piccolo dell'eurozona, dopo Cipro e Lussemburgo. È il secondo Paese con un rapporto tra sistema bancario e PIL più alto, dopo il Lussemburgo. Il caso presenta, infatti, nette similitudini con il Granducato: anche Malta parrebbe, in prima analisi, un sistema solido.

«Il sistema bancario di Malta appare in salute, ma le sue dimensioni rispetto al PIL nazionale rappresentano un rischio per la stabilità finanziaria e per quella dei conti pubblici. La preoccupazione è che le banche siano troppo grandi da salvare». Il Fondo monetario scriveva queste parole poco più di un anno fa, al termine della sua missione a Malta. Il fondo non può certo mettere in discussione la solidità del Paese, né quella delle banche maltesi. Il problema sta però nelle dimensioni: basta che il baco della crisi entri a Malta, come è appena accaduto a Cipro, che lo Stato non può fare nulla per salvare qualcosa 8 volte più grande di lui. «La resistenza di Malta oggi non può essere data per scontata», scriveva il Fondo. Ecco perché ha chiesto alle autorità del Paese di creare una «rete di protezione» del settore finanziario. Cosa che le Autorità hanno in parte fatto.

Qui, le banche estere hanno depositato 26 miliardi di euro. Ciò che spaventa è che si tratta di una “economia-casinò”: nel vero senso della parola, dato che sono soprattutto le imprese che fanno soldi col gioco d'azzardo via web (spesso finanziate dalla malavita) ad aver posto la loro sede qui. Tutto ciò grazie ad una fiscalità ultra-leggera e a una *regulation* molto comprensiva, al

contrario di quella imposta dalla UE ad altri Paesi più importanti, fra cui l'Italia. Il rischio è che, qualora Malta dovesse procedere ad un rialzo delle imposte, i depositi esteri fuggirebbero via come il vento, lasciando La Valletta a secco e bisognosa di un salvataggio.

- *Cipro*. Ha un sistema bancario circa 7 volte più grande del PIL; infatti, appena dalla Grecia è arrivata una scossa di terremoto, il Paese è crollato. Gli istituti ciprioti erano troppo esposti sul Paese finito nel crack. Secondo Wolfgang Schauble, il ministro tedesco delle Finanze, «Cipro s'è voluta i suoi guai: ha lasciato crescere un settore finanziario ipertrofico; facilitazioni fiscali e rilassatezza regolamentare hanno attratto capitali dubbi e sporchi.» Di Cipro abbiamo comunque già trattato ampiamente nei due precedenti paragrafi: i fondi neri della mafia russa, gli interessi nella futura estrazione del gas, l'intervento della Troika, l'accordo, le parole di Dijsselbloem, il ciclo di Frenkel, le osservazioni di Krugman, le preoccupazioni per l'Unione monetaria e bancaria, etc.
- *Irlanda*. Ha un rapporto tra sistema bancario e PIL praticamente identico a quello di Cipro; non per nulla, infatti, anche qui alla prima scossa, gli istituti di credito sono collassati insieme allo Stato. In Irlanda il problema era il mercato immobiliare che, dal 2000 al 2007, era cresciuto 2,1 volte più velocemente del PIL. Nello stesso periodo le banche hanno raddoppiato l'esposizione sul mattone, tanto che il credito al settore privato è passato dal 111% del PIL del 2001 al 217% del 2008.

Morale: appena il prezzo delle case ha iniziato a diminuire, le banche sono collassate. E lo Stato, per salvarle, le ha seguite.

La piccola repubblica verde è stata esaltata come un modello esemplare del capitalismo globale: debito pubblico al

25%, tasse sulle imprese bassissime, regolazione snellissima, lavoratori di lingua madre inglese, il tutto “*very business friendly*”, per attrarre capitali esteri. E i capitali sono arrivati a fiumi, innescando il cosiddetto miracolo economico irlandese.

Tuttavia, ancorché assai dinamica, il fiume di capitali in eccesso non poteva trovare allocazione in una repubblica di meno di 5 milioni di persone. Di punto in bianco, l’isola scoprì (come sempre troppo in ritardo) di essere stata vittima della più colossale bolla immobiliare d’Europa, persino peggiore di quella spagnola, lasciando le due più grandi banche, che avevano attratto fondi esteri con interessi generosi, in bancarotta. Il governo dovette nazionalizzarle, iniettando 30 miliardi di euro nel sistema finanziario, soldi dei suoi contribuenti e prestiti. Ma non bastò ancora. La recessione economica si aggiunse al problema, sicché oggi la fattura della crisi irlandese ammonta a 64 miliardi di euro (in parte per interessi sugli “aiuti” europei, a favore per lo più delle banche franco-tedesche). Risultato: debito pubblico al 117% del PIL, 25 miliardi in più di imposte per i contribuenti irlandesi, tagli dei salari pubblici e privati e disoccupazione attorno al 15%.

- *Spagna*. Anche la Spagna, così come l’Irlanda, è stata soggetta ad una bolla speculativa sul mercato immobiliare, che ha richiesto un salvataggio da parte della UE, ben maggiore di quello adottato per Cipro. La troika di creditori Ue-Bce-Fmi è in visita a Madrid per verificare le condizioni del settore bancario spagnolo<sup>152</sup>.

Fino al 28 maggio i suoi emissari incontreranno i responsabili di una decina di banche e diversi funzionari per redigere un rapporto nel quadro del prestito da cento miliardi di

---

<sup>152</sup> Fonte: <http://www.news-republic.com/Web/ArticleWeb.aspx?regionid=6&articleid=9459321> (24/05/13)

euro concesso dall'Ue nel 2012, di cui quaranta miliardi sono già stati impiegati. I “*men in black*” analizzano le ragioni che continuano a impedire un flusso normale di credito alle imprese, cercando di trovare una possibile soluzione. Nel frattempo il settore bancario spagnolo chiede al governo misure per promuovere i prestiti alle imprese. La troika e le banche sono preoccupate dal tasso di morosità degli spagnoli calcolato dalla Banca di Spagna, che a marzo ha raggiunto il 10,5%.

- *Italia e Grecia.* L'argomento è già stato trattato nei capitoli precedenti.
- *Slovenia.* Di recente ha nazionalizzato due banche, i cui crediti dubbi o inesigibili rappresentano il 20% del PIL del Paese, 7 miliardi di euro. Colpa di «una cerchia di personalità che sarebbero le eminenze grigie della finanza nazionale», e che avrebbero provocato la grave crisi bancaria secondo un rapporto dell'apposita commissione anti-corruzione: la quale però non rivela i nomi di tali personalità. La Banca Centrale slovena non avrebbe fatto altro che ratificare gli abusi, pur essendo al corrente dei fatti. Si ritiene che entro poco tempo Lubiana dovrà chiedere l'aiuto della Troika, e potrebbe vedersi imporre (secondo quella che parrebbe “la nuova dottrina Francoforte-Bruxelles”) il prelievo forzoso sui conti correnti. Sarà da vedere quanti depositi fuggiranno anche da questi due paesi a rischio.

Nel prossimo paragrafo, completamente dedicato a questo Paese, approfondiremo l'argomento.

Ci sono, infine, 3 casi specifici che non appaiono in tabella, ma che meritano la nostra attenzione ed almeno una breve citazione:

- *Lettonia*. Nemmeno ancora entrata nell'euro passerà dal “*lats* lettone” alla moneta unica nel 2014<sup>153</sup>), lodata per la sua lieve fiscalità sulle società e per la *deregulation* intesa ad attrarre i capitali esteri, la Lettonia teme di diventare il rifugio dei capitali roventi in fuga da Cipro. Ne ha qualche ragione: la metà dei depositi nelle banche lettoni vengono da Bielorussia, Ucraina, Russia, e sono cresciuti del 20% nell'ultimo anno.
- *Liechtenstein*. Si accaparra “solo” l'1% del mercato globale dei servizi finanziari *off-shore*, ma rileva perché attrae di preferenza flussi che vengono dall'evasione e dall'elusione fiscale europea, e (ovviamente) da attività criminali. Il Principato adotta oggi ancora il franco svizzero, ma si trova nel cuore degli interessi europei e permette a chiunque di creare una società, fondazione o *trust* senza essere obbligato a renderne pubblici i proprietari o azionisti. I bilanci delle ditte non devono essere pubblicati: il problema del falso in bilancio di cui tanto si dibatte in Italia, qui è felicemente superato. Gli agenti locali per conto di ditte estere non hanno alcun obbligo di riferire alle autorità tributarie del Liechtenstein se i loro clienti pagano le tasse altrove.
- *Le isole britanniche e i Paesi legati al Regno Unito*. Scrive il giornalista inglese Nick Shaxson, autore di un libro sui paradisi fiscali: «La Gran Bretagna è al centro di una rete di paradisi fiscali che alimentano in capitali la City di Londra, procurandole il gigantesco volume d'affari che conosciamo. Il primo cerchio della rete è costituito dalle cosiddette dipendenze della Corona: Jersey, Guernesey e l'Isola di Man, che fanno affari specialmente

---

<sup>153</sup> Fonte: wikipedia

con Europa, Russia e Medio Oriente; il secondo cerchio è costituito dai territori britannici d'oltremare, come le Caymans e le Bermude, che raccolgono soprattutto dalle due Americhe». Anche Malta, in un modo o nell'altro, fa parte della Rete anglofona. Un qualunque soggetto può costituire un *trust* a Guernesey o Man, che spesso è la filiale locale di una megabanca londinese, sicuro che la sua identità non verrà mai svelata. Il denaro qui raccolto sarà investito in tutta legalità nel sistema finanziario della City, «il più dinamico del mondo». I residenti non domiciliati a Londra sono esenti da tasse sui redditi ottenuti all'estero, fino al diciottesimo anno di residenza. Nel Regno Unito l'imposta sulle società è al 28%, e il ministro Michael Osborne (Finanze) vuole abbassarla al 24%, «per attrarre investimenti esteri». I fondi esteri alloggiati a Londra ammontano già a 3.400 miliardi di euro. Questo sistema presenta un doppio rischio sistemico per l'Unione europea, di cui fa parte (ma senza gli oneri della moneta unica). La recente manipolazione del tasso Libor (tasso d'interesse a breve) confezionata “truffaldinamente” da una decina di banche inglesi per far variare il costo del denaro a loro favore giorno per giorno, rivela uno dei due rischi: la distrazione permanente della Banca d'Inghilterra verso le istituzioni finanziarie che controlla. Il secondo: la stretta rete dei paradisi fiscali che convogliano i liquidi a Londra è un intrico istituzionale inestricabile. In caso di bancarotta di una banca importante a Jernsey (che alberga 133 miliardi di euro di investimenti esteri) o a Guernesey (77 miliardi), non si ha idea, ad oggi, di chi dovrà essere il soggetto responsabile. I minuti Stati dei due isolotti, il cui PIL non è che un quarantesimo delle attività bancarie, di certo non potrebbero farvi fronte.



### 3.19) La Slovenia sarà la prossima Cipro?

Anche in Slovenia, come a Cipro, la situazione più allarmante riguarda il settore bancario, alle prese con sofferenze pari al 20% del PIL<sup>154</sup>.

Analizziamo subito alcuni dati<sup>155</sup>, da prima dell'ingresso nell'euro ad oggi (questo ci permetterà, nel prosieguo del paragrafo, di rispondere a domande fondamentali):

Slovenia	2006	2013
Disoccupazione	10,2%	13,6%
PIL	5,2%	-3%
Rendimento Bond a 10 anni	5,5%	6,9%
Tasso di inflazione	2,3%	2,7%
Debito / PIL	35,7%	49,5%
Deficit / PIL	-1,3%	-4,4%
Bilancia commerciale	-300 mln	-200 mln

Il giornale "The Guardian", con un articolo di Phillip Inman<sup>156</sup>, già a Gennaio 2012 paventava seri rischi per il primo Paese post-comunista ad aver aderito all'euro (nel 2007).

A dicembre 2011 la Slovenia è stata declassata dall'agenzia di rating *Moody's* da "Aa3" ad "A1". I funzionari temono che l'incertezza politica e la dipendenza dalle esportazioni verso l'Unione Europea scateni un ulteriore declassamento e un forte aumento dei costi di indebitamento. Il Paese è già stato costretto a essere finanziato a tassi superiori al 7%.

Jankovic, il cui partito Slovenia Positiva aveva ottenuto nelle elezioni anticipate di dicembre 2011 la maggioranza dei voti, aveva bisogno del sostegno di almeno 46 dei 90 deputati, ma è riuscito a ottenerne soltanto 42.

<sup>154</sup> Fonte: Il Sole 24 Ore, versione cartacea edizione n° 78 del 20 Marzo 2013

<sup>155</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-03-29/slovenia-bilico-seconda-svizzera-091510.shtml?grafici>

<sup>156</sup> Fonte: <http://www.guardian.co.uk/world/2012/jan/12/slovenia-economy-fears>

Il rischio per la Slovenia è di “un ulteriore aumento degli *spread* sul debito e del fatto che i costi finanziari, non soltanto per l’esecutivo ma anche per l’intera economia, continueranno a crescere a ritmo sostenuto.”

Le banche tedesche e italiane hanno una forte presenza nel Paese, e hanno favorito un boom dei prestiti prima del crollo finanziario del 2008.

*Moody's* crede che una forte contrazione nell’attività delle banche UE danneggerà le prospettive di crescita della Slovenia. Il settore bancario possiede capitali pari a circa il 143% del PIL nazionale, evidenziando la sua importanza per l’espansione economica del paese.

Già nel 2007, poco dopo il suo ingresso nell’euro, la BCE avvertì la Slovenia del fatto che con un prolungato abuso nelle uscite avrebbe rischiato un crollo economico.

Il Paese, che ha una popolazione di 2 milioni di abitanti, fu seriamente colpito dalla crisi globale e nel 2009 la sua economia si è contratta del 7%. Dopo una modesta ripresa nel 2010, recenti dati hanno rivelato che è possibile una nuova recessione, dato che nel quarto trimestre del 2011 l’economia si è contratta del 0,5%.

Jansa, già Primo Ministro dal 2004 al 2008, si era impegnato a ridurre il deficit di bilancio, accelerare sulle privatizzazioni e aumentare selettivamente l’età pensionabile.

La crisi politica slovena è iniziata a settembre 2012, quando il parlamento ha estromesso il governo di centrosinistra del Primo Ministro Borut Pahor a causa dei litigi all’interno della coalizione e della sua incapacità di imporre riforme che avrebbero accelerato la crescita economica.

Da settembre tutte le principali agenzie hanno ridotto il rating della Slovenia mettendola sotto osservazione negativa (con il 50% di possibilità di riduzione del rating, N.d.T.). *Fitch* ha detto che la Slovenia, per massimizzare le sue possibilità di scongiurare un taglio del *rating* avrebbe urgentemente necessità di formare un nuovo governo ed elaborare un programma per limitare il suo deficit di bilancio.

Le banche del Paese hanno un totale di crediti in sofferenza che raggiunge un quinto della loro capitalizzazione<sup>157</sup> e salvarle è la priorità.

Per i più pessimisti lo Stato ha solvibilità garantita solo fino a settembre ed entro l'estate deve rimborsare 3 miliardi di debito sovrano. Così l'incubo austerità e recessione iniziano ad intravedersi all'orizzonte.

Lo spread tra i titoli sovrani sloveni e i Bund tedeschi è salito a 400 punti, sintomo di nervosismo in aumento. Quindi il nuovo governo di centrosinistra guidato dalla giovane, popolare economista Alenka Bratusek, si trova in difficoltà, e ha fretta di tranquillizzare.

«Io voglio concentrarmi sui contenuti e su piani concreti e non cedere all'isterismo», ha dichiarato il nuovo ministro delle Finanze Uros Cufer. Un terzo dei crediti concessi alle aziende non è più rimborsato da mesi. «Non credo che risolveremo i nostri problemi solo salvando le banche, dobbiamo anche rilanciare l'economia», ha sottolineato Cufer.

Il governo di Alenka Bratusek ha anche in parte ragione quando sottolinea che il debito sovrano sloveno è appena il 54% del PIL, e che la capitalizzazione delle banche del piccolo paese arriva a un valore che è circa il 130% del PIL, e non già un mostruoso 800% come a Cipro. Ma entro l'estate Lubiana deve rimborsare tre miliardi del suo debito sovrano. E ciò potrà diventare problematico.

La Slovenia, per anni in volo nell'alta finanza e spinta da Germania e Austria, ora plana verso la landa del *bail-out*, il solito salvataggio approntato in fretta e furia dall'Eurozona<sup>158</sup>. La Bratusek ha detto al presidente della Commissione Europea, José Manuel Barroso: «Farò quanto è in mio potere per risolvere la crisi senza chiedere interventi dell'Eurozona». Precisamente quanto dissero, al loro turno, Antonis Samaras, Nicos Anastasiades, e tutti gli altri poi adagiatisi sul *bail-out*.

---

<sup>157</sup> Fonte: [http://www.repubblica.it/economia/2013/04/05/news/slovenia\\_crisi\\_spread-55992868/](http://www.repubblica.it/economia/2013/04/05/news/slovenia_crisi_spread-55992868/)

<sup>158</sup> Fonte: [http://archiviostorico.corriere.it/2013/aprile/10/asta\\_deserta\\_per\\_titoli\\_allarme\\_co\\_0\\_20130410\\_0207f340-a1a1-11e2-8ad7-db752849c685.shtml](http://archiviostorico.corriere.it/2013/aprile/10/asta_deserta_per_titoli_allarme_co_0_20130410_0207f340-a1a1-11e2-8ad7-db752849c685.shtml)

La Slovenia mostra i primi sintomi di cedimento, insomma. L'OCSE le ha ingiunto di usare revisionare le sue banche zeppe di titoli tossici, quanto si cerca di fare ormai da tempo tramite una “*bad bank*”.

L'asta di titoli di Stato del 9 Aprile 2013 da 100 milioni è andata per metà deserta e ha raggranellato 56 milioni, e un'altra asta di titoli semestrali (32 milioni e passa) se l'è cavata meglio solo perché ha offerto interessi più alti (1,7%) in confronto all'1,5% del mese precedente. Tutte cose già viste, da Lisbona ad Atene: crescono le difficoltà di rifinanziamento<sup>159</sup>, si complica l'accesso al mercato, a Bruxelles si inanellano seriosamente vertici su vertici, e Berlino siede sulla riva del fiume. Lubiana potrebbe davvero risultare la prossima Nicosia: 22 anni fa era la perla della sgangherata Jugoslavia socialista, la sua locomotiva era celebre per rigore e produttività. Poi il sistema bancario è cresciuto a dismisura.

Questo dovrebbe far riflettere seriamente i vertici di Bruxelles in merito a nuove regolamentazioni del mercato finanziario e bancario.

Solamente pochi mesi fa, la Slovenia veniva annoverata tra gli stati modello dell'Unione Europea, ma ora deve affrontare una pesante e rischiosa situazione economica, oltre che politica e potrebbe aver bisogno dell'aiuto di Bruxelles per risolvere i propri problemi e scongiurare il rischio default<sup>160</sup>.

La Slovenia è entrata nell'eurozona il 1° gennaio del 2007 e, per molti anni, è stata presa d'esempio. Ora, però, il conflitto all'interno dell'esecutivo di Lubiana sta mettendo a repentaglio il futuro del Paese. Una situazione che si è ulteriormente complicata quando Gregor Virant, leader di Lista Civica, uno dei cinque membri della coalizione di governo, ha rotto l'alleanza con il premier Janez Jansa, dimettendosi e trascinandosi anche i due ministri di Giustizia e Finanze.

---

<sup>159</sup> Infatti, nel primo capitolo, abbiamo visto (punto IV dell'elenco, nel paragrafo intitolato “Elementi chiave per la sostenibilità del debito [...]”) che un debito è sostenibile *anche* quando esiste la disponibilità all'acquisto di nuovi Bond.

<sup>160</sup> Fonte: [www.blogfinanza.com/10991-la-slovenia-a-rischio-default-altro-crollo-in-europa.htm](http://www.blogfinanza.com/10991-la-slovenia-a-rischio-default-altro-crollo-in-europa.htm)

Motivo di tale scelta? Le mancate dimissioni del premier di governo di centro-destra, dopo rivelazioni su presunte irregolarità finanziarie.

Venendo meno la maggioranza per governare, è necessario tornare alle urne. Una scelta poco saggia, secondo il premier, che «condurrebbe la Slovenia in un limbo per diversi mesi. E questa volta il Paese finirà in bancarotta». Prima del voto, secondo Jansa, è necessario approvare un pacchetto di leggi anti crisi, per evitare di chiedere aiuti alla Ue.

A questo, poi, si aggiunge il flop delle banche del Paese, tra cui Nova Ljubljanska Banca (NLB), controllata al 64% dallo Stato, con i suoi 2,1 miliardi di euro di debiti. In problemi seri vertono anche la Nova Kreditna banka Maribor (NKBM) e Abanza (600 milioni di euro di sofferenze ciascuna), anch'esse entrambe con lo Stato come azionista di maggioranza.

Solo qualche mese fa, con grande fatica, il Governo Jansa era riuscito a far approvare la legge sulla costituzione di una “*bad bank*” in cui fare confluire i crediti non riscossi di questi istituti, per agevolarne la privatizzazione, ma con una maggioranza di governo così sofferente, è difficile che l'iter legislativo venga portato a termine, incidendo negativamente sui tassi di interesse – applicati ai bond sloveni denominati in dollari in scadenza nel 2022 – che sono cresciuti di 4 punti base, fino a toccare quota 5,18%.

La Slovenia, potrebbe quindi essere il prossimo Paese a trovarsi nella spirale dei problemi di matrice bancaria. Stando a fonti di stampa<sup>161</sup>, le sofferenze bancarie di Lubiana sono pari al 20% del PIL e il governo è già dovuto intervenire con un piano di emergenza a sostegno del sistema finanziario. E nonostante questo potrebbe anche non bastare.

Più in generale, però, è tutto il sistema che sembra in sofferenza e prefigura la fine di un progetto generale, intitolato Euro ed Europa Unita, che mostra crepe sempre più evidenti.

---

<sup>161</sup> Fonte: [www.momentosera.it/articolo.php?id=18756](http://www.momentosera.it/articolo.php?id=18756)

La Troika si sarebbe già messa in moto per salvare la Slovenia con un sostegno finanziario che alla fine reperirà i mezzi dal privato, come è già successo in Grecia e come si è provato a fare anche a Cipro. Ma le contromisure adottate non sono state sufficienti e col passare del tempo i danni della crisi continuano ad essere pagati dalla collettività.

È ancora troppo presto dire se la Slovenia potrà essere il prossimo Paese dell'Eurozona a dover chiedere aiuti internazionali per salvare il sistema bancario, ma voci<sup>162</sup> a questo proposito girano già da qualche anno, da quando è diventato chiaro che i maggiori istituti finanziari potrebbero non reggere da soli la stretta creditizia; infatti, in un recente rapporto della Commissione nazionale per la lotta alla corruzione in Slovenia, si sostiene che «le maggiori banche slovene hanno elargito nello scorso decennio enormi somme di crediti, ora ritenuti tossici», che ammonterebbero a un quinto del PIL nazionale della Slovenia. Le direzioni delle banche avrebbero in molti casi preso decisioni «in base a rapporti politici e personali, in un'atmosfera di corruzione politica strutturale».

Secondo la stampa, la relazione sulle banche slovene, che sono in gran parte di proprietà dello Stato, stimerebbe i "crediti tossici" a circa 7 miliardi di euro. Proprio per le alte quote di crediti rischiosi nei loro portafogli, stimati a circa il 20% del totale dei prestiti concessi, nei mesi scorsi la Nova Ljubljanska banka (NLB) e la Nova Kreditna Banka Maribor (NKBM) si sono viste declassare da parte delle maggiori agenzie di rating.

La maggior parte degli analisti sloveni e della stampa indicano che ci sono **notevoli differenze con Cipro**. Si sostiene in particolare che il sistema bancario sloveno non sia «enorme come quello cipriota, come anche il debito pubblico, molto più contenuto in relazione al PIL». Inoltre, gli interessi richiesti sui titoli di Stato sloveni non suggeriscono un imminente crollo che costringerebbe il Paese a rivolgersi alla Troika.

---

<sup>162</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-03-26/dopo-cipro-slovenia-ecco-080152.shtml>

Comunque la stessa stampa, citando fonti anonime di Bruxelles, avverte che la Slovenia «deve mettere in atto le misure per risanare le banche».

Il nuovo Governo di centrosinistra dovrà decidere al più presto se istituire o meno la "*bad bank*" (la stessa proposta dal Governo precedente, quello dell'ex premier Jansa, che poi non aveva avuto seguito) che si addosserebbe i debiti inesigibili, per poi ricapitalizzare le banche prima di privatizzarle, piano già votato in Parlamento.

Nel 2012 le banche slovene hanno registrato una perdita totale di 606 milioni di euro, 67 milioni in più rispetto al saldo negativo dell'anno precedente. L'ex ministro delle Finanze, Janez Sustercic, è dell'opinione che molto probabilmente la Slovenia «sarà costretta a chiedere aiuti internazionali se il piano per il risanamento delle banche verrà bloccato».

La nuova premier slovena Alenka Bratusek getta acqua sul fuoco: «La Slovenia è un Paese stabile che sarà in grado di risolvere da solo i propri problemi e non avrà bisogno di un programma di aiuti finanziari simile a quello per Cipro». Lo ha affermato a seguito della diffusione di voci sulla stampa internazionale che Lubiana potrebbe essere il prossimo Paese dell'eurozona a rivolgersi alla Troika. «Qualsiasi paragone con Cipro riguardo alle finanze pubbliche e al sistema bancario è in questo momento inutile e inadatto», ha spiegato Bratusek. In un comunicato stampa del ministero delle Finanze diffuso il 25 Marzo 2013 a Lubiana si legge che «il Governo sloveno guarda con favore al pacchetto di aiuto di 10 miliardi di euro accordato a Cipro, ma, nonostante i problemi, una simile misura non servirà alla Slovenia». Anche il governatore della Banca nazionale slovena, Marko Kranjec, si è detto fiducioso che la Slovenia potrà risolvere la questione bancaria da sola.

Ai fini della nostra analisi, al di là di tutte le considerazioni politiche e di cronaca sopra esposte, è bene rispondere ad una fondamentale domanda: quanto ha inciso l'ingresso nell'euro nella crisi slovena?

A *provare* a rispondere è ancora un articolo di Vito Lops su “Il Sole 24 Ore”<sup>163</sup>. Per quanto tra Cipro e Slovenia sussistano reali ed oggettive differenze (tra cui quelle esposte dalla stessa neo-premier Bratusek), la domanda è strettamente connessa a quella ancor più importante che già ci eravamo posti alla fine del paragrafo su Cipro: è davvero conveniente per i Paesi minori e/o periferici far parte di un’Unione Monetaria?

La Slovenia era considerata la «Svizzera» della Jugoslavia. Ma nel frattempo qualcosa è saltato e la Slovenia potrebbe essere il sesto Paese (dei 17 che fanno parte dell'area euro) a chiedere aiuto (come detto, Cipro era la quinta). Questo nonostante al momento sia ancora nel club delle A dell'Eurozona (A per S&Poor's, A- per Fitch ma Baa2 per Moody's). I numeri ad alta tensione (si veda la tabella all’inizio del presente paragrafo) fotografano in modo eclatante la mina slovena. Il Prodotto interno lordo sta viaggiando su un tendenziale -3%, il tasso di disoccupazione è balzato al 13,6%, il deficit PIL del 2012 è stato superiore al 6% e quello del 2013 si proietta oltre il 4%.

Il rapporto tra i prestiti bancari e il PIL è salito dal 40% nel 2003 al 92% nel 2011. Quel che più preoccupa, infatti, sono le banche (che, come anticipato, sono per larga parte a maggioranza statale): le sofferenze hanno raggiunto 6,4 miliardi, il 14,4% degli impieghi e il 18% del PIL. Nel 2012 le banche slovene hanno registrato una perdita totale di 606 milioni di euro, 67 in più del 2011. Il settore bancario pesa per circa il 143% del PIL del Paese. Inoltre, se è vero che il settore bancario in Slovenia è molto più piccolo di quello cipriota, è altresì vero che la Slovenia ha un rapporto tra depositi e prestiti molto più elevato, pari al 153% rispetto al 105% di Cipro.

Insomma, i sentori che entro poco anche Lubiana possa unirsi al tam-tam dei salvataggi ci sono tutti. E preoccupano l'Italia molto più rispetto ai

---

<sup>163</sup> Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-03-29/slovenia-bilico-seconda-svizzera-091510.shtml>



riflessi su Roma della crisi di Cipro, perché i legami con l'economia della confinante Slovenia sono decisamente superiori, dal crescente numero di imprese italiane che negli ultimi anni ha delocalizzato le attività nel Paese più avanzato della ex Jugoslavia all'esposizione delle banche italiane verso Lubiana (7,6 miliardi rispetto a 0,9 miliardi verso Cipro).

Per dare una risposta alla domanda fondamentale, dapprima facciamo un rapido passo indietro nella storia. La Slovenia si è sganciata dalla Jugoslavia nel 1991. Il Prodotto interno lordo è cresciuto dal 1992 al 2008 a una velocità media annua del 5,5%. Gli effetti del passaggio rapido a un'economia di mercato si sono quindi visti. Ma purtroppo non si è trattata di una crescita sana. Il ritmo forsennato di privatizzazioni delle aziende statali ha finito per creare anche delle forti distorsioni, rendendo la crescita violenta e poco armonica. La Slovenia è entrata nell'Unione europea nel 2004 e ha adottato l'euro ufficialmente dal 14 gennaio 2007, quando il tallero sloveno è andato in pensione fissandosi con l'euro al cambio rigido (1 euro = 239,64 talleri). Il *timing* di ingresso nella moneta unica non è stato probabilmente dei migliori: dal 2009 è scoppiata la crisi in Grecia e così via fino al caso Cipro (passando per Irlanda, Portogallo, Spagna). La crisi dell'Eurozona ha quindi colpito anche la Slovenia.

Le aziende privatizzate hanno scaricato i problemi sulle banche che adesso presentano i già citati numeri da capogiro.

La domanda, che oggi divide gli economisti, è, più nello specifico, se le distorsioni implicite tra le economie dell'Eurozona abbiano amplificato la mina slovena o se questa si sarebbe creata comunque per effetto del disarmonico processo di privatizzazioni. Si tratta di una domanda assolutamente lecita: guardare la Slovenia a fine 2006 e guardarla oggi sembra come osservare due Paesi diversi.

Nella tabella di inizio paragrafo, viene evidenziato il confronto dei principali indicatori macro-economici della Slovenia prima dell'ingresso dell'euro (che come visto non ha avuto un timing felice) con gli indicatori

attuali. La disoccupazione è aumentata di oltre 3 punti. Il PIL adesso non aumenta più ma anzi va indietro (-3%). Il rendimento dei bond a 10 anni è salito dal 5,5% al 6,9% e il rapporto debito/PIL è peggiorato dal 35,7 % al 49,5% ma resta pur sempre sotto la soglia del 60% fissata a Maastricht nel 1993. La bilancia commerciale è però migliorata. A dicembre 2006 il passivo era di circa 300 milioni di euro rispetto al -200 di dicembre 2012. E ci sono stati anche due momenti (primavera 2010 e autunno 2012) in cui il saldo commerciale è risultato in attivo. In questo caso il super-euro ha poche colpe.

Ebbene, per concludere il discorso, quando non si può parlare col senno di poi o non si può viaggiare nel tempo per cambiare le cose (ovvero: sempre), in economia le domande rimangono (“quasi” sempre o parzialmente) senza risposta: la risposta alla domanda su quanto abbia inciso complessivamente nell'attuale crisi slovena il concomitante ingresso nel cambio rigido della moneta unica resta dunque ancora aperta.

Non possiamo, quindi, far altro che analizzare ancor più approfonditamente i dati in nostro possesso<sup>164</sup>.

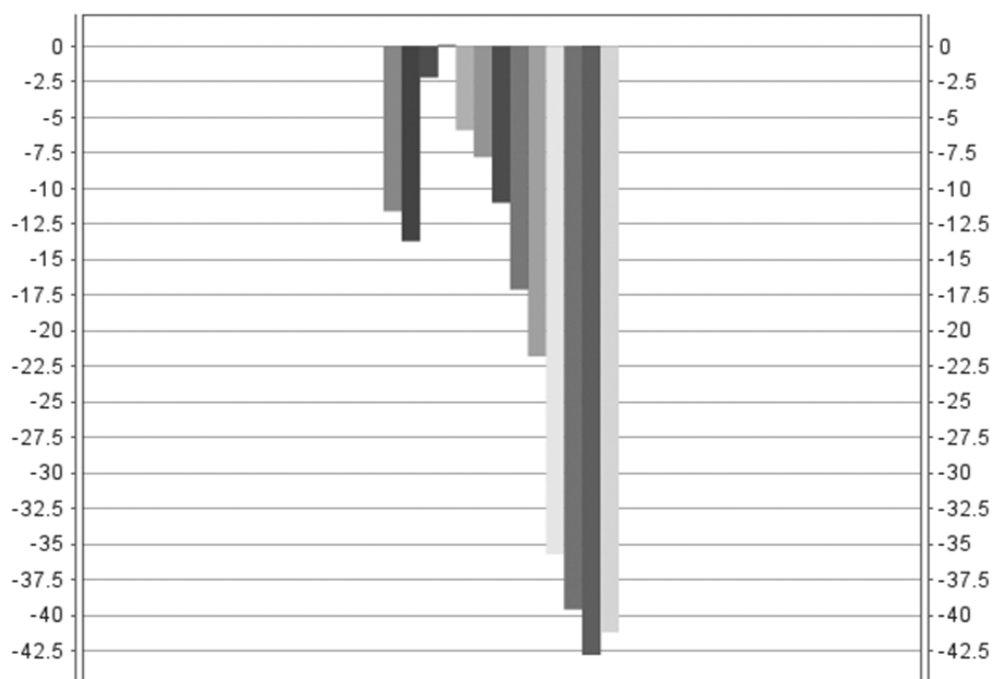
In linea generale, quando l'indice di borsa di un Paese crolla e la sua posizione rispetto all'estero si deteriora, potremmo essere vicini ad un default.

Cipro è un Paese con una popolazione di circa 1.100.000 abitanti, mentre la Slovenia ha una popolazione di poco più di 2 milioni di persone e un PIL di 49.540 milioni dollari sempre nel 2011. In sostanza, la Slovenia è circa il doppio di Cipro. Eppure, il quadro dell'economia slovena parrebbe un *deja-vu*: l'economia è in recessione e il debito pubblico è in rapida ascesa, atteso al 60% del PIL nel 2013. La posizione degli investimenti netti dall'estero, infatti, si è deteriorata notevolmente.

---

<sup>164</sup> Fonte: <http://www.dominosolutions.it/news.php?id=231> (aggiornato all'1-4-13)

Il grafico mostra proprio la posizione degli investimenti netti esteri in percentuale sul PIL dal '99 al 2011



Gli investitori stranieri vogliono conoscere soprattutto dettagli su come la Bratusek farà fronte alla crisi delle banche.

I rendimenti sui titoli di Stato della Slovenia stanno salendo. In 2 anni i rendimenti obbligazionari hanno raggiunto quasi il 7%. Sembra che i piccoli Paesi periferici siano i primi a vedere il collasso dei loro sistemi bancari. Il problema è che l'Europa ha grandi economie in cattive condizioni dal punto di vista sia della loro posizione nei confronti di investimento esteri sia la loro capacità di emettere debito a tassi di interesse ragionevoli.

A Maggio 2013 è “finalmente” stato annunciato dal Governo Bratusek un primo piano di risanamento: si tratterebbe di una “classica manovra di austerità”<sup>165</sup>. Da Berlino si legge: “In risposta ai duri moniti del Commissario europeo Olli Rehn, la primo ministro slovena Alenka Bratusek ha annunciato stasera un durissimo piano di austerità, che (secondo il Governo) promette di

<sup>165</sup> Fonte: <http://intermarketandmore.finanza.com/slovenia-annunciato-piano-di-austerita-per-risanare-la-situazione-55194.html> (aggiornato al 9 Maggio 2013)

risanare i conti pubblici e riportarli sotto controllo, ma a detta di molti economisti locali e della stessa Banca centrale rischia di prolungare e aggravare la recessione. Con ovvi rischi per la stabilità politica e la pace sociale. Il piano prevede aumenti della pressione fiscale, tagli della spesa pubblica e massicce privatizzazioni.”, insomma il *remake* di un film già visto in Italia. Il tutto a causa dell’ennesima bolla immobiliare che ha mandato in tilt il settore del credito con i mutui finiti in sofferenza (20%). Un paese che come rapporto debito PIL è al 60%, quindi in regola, ma con un deficit PIL al 7.8%, fuori controllo.

Lo Stato ha urgente bisogno di soldi. Necessita inoltre di circa un miliardo di Euro per ricapitalizzare le banche.

Ecco nel dettaglio il piano “lacrime e sangue, in versione slovena”:

a) L’Iva che verrà aumentata dal 20 per cento attuale al 22 per cento, e in questo modo l’esecutivo conta di incassare circa 540 milioni di euro.

b) Le quindici principali aziende pubbliche verranno privatizzate. Tra queste, l’aeroporto di Lubiana, la compagnia aerea di bandiera Adria Airways, la seconda banca del Paese e la principale società di telecomunicazioni.

c) Lo Stato introdurrà in corsa tagli di spesa per almeno 500 milioni di euro, tramite tagli agli stipendi pubblici più eventuali altre tasse.

La parola ora passa agli sloveni. E l’impressione è che la partita sarà ancora lunga. O forse non è nemmeno iniziata.

## CAPITOLO QUARTO

### **Convergenza reale, flussi di capitale e competitività nell'Europa Centro-Orientale<sup>166</sup>**

#### *4.1) Introduzione*

Recentemente nuovi Stati sono entrati a far parte dell'Unione Europea. La loro entrata non può non essere presa in considerazione, laddove si voglia elaborare un quadro completo della situazione Europa.

Per poter comprendere appieno quali influenze possano avere sul sistema europeo, analizzeremo di seguito il ruolo dei salari e dei flussi di capitale per la competitività nei nuovi Stati membri dell'UE nel contesto della convergenza reale. A tale scopo, estenderemo il modello originario di Balassa-Samuelson ai mercati internazionali dei capitali. Il modello allargato è collegato alle teorie dei sovra-investimenti monetari di Wicksell e Hayeck, allo scopo di tracciare deviazioni cicliche dei tassi di cambio reali dal percorso di equilibrio della produttività guidata. Le stime per il periodo dal '93 al 2008 rivelano svariate prove del ruolo del mercato dei capitali sia per il processo di coesione economica sia per la competitività internazionale dei Paesi dell'Europa centro-orientale.

Fin dall'inizio del processo di trasformazione, la produttività del settore industriale è stata identificata quale fattore determinante per lo sviluppo e il benessere economico negli Stati dell'Europa centro-orientale. La crescente produttività nel settore industriale è stata accompagnata da un aumento del PIL pro-capite. Nel contesto del processo di convergenza economica, i disavanzi correnti di bilancio sono stati, da una parte, interpretati come il risultato di ROI maggiori. Da un'altra parte, dal 2000 fino alle crisi finanziarie ed economiche del 2008/09, i deficit in crescita di molti

---

<sup>166</sup> Traduzione di Davide Benza de "Discussion Papers 937" di Ansgar Belke, Gunther Schnabl, Holger Zemanek, Berlin '09

degli Stati dell'Europa centro-orientale sono stati visti come un indice di declino della competitività. Quando le crisi giunsero al culmine, i deficit furono collegati alla vulnerabilità del sistema finanziario e alla crisi economica.

Il problema dello sviluppo della produttività e del livello dei prezzi nelle Regioni dell'Europa centro-orientale è stato affrontato ampiamente nel modello originario di Balassa-Samuelson (1964). Stime empiriche dell'esistenza dell'effetto Balassa-Samuelson sono giunte a risultati eterogenei, sino allo scetticismo.

Noi qui estendiamo la letteratura sull'effetto Balassa-Samuelson a due contesti. In primis, teniamo presente che i mercati finanziari hanno assunto un ruolo fondamentale per le economie dei Paesi in via di sviluppo, se comparati alle economie degli anni '60. Di conseguenza, introduciamo il mercato dei capitali nel modello originario dei beni di mercato di Balassa-Samuelson. La disponibilità addizionale di capitale straniero attraverso investimenti di portafoglio e investimenti esteri diretti è verosimilmente un fattore che accelera il processo di “catch-up” (o “di convergenza”) della produttività e dei prezzi.

In secondo luogo, è noto che i mercati dei capitali internazionali tendono ad essere altamente ciclici. Mentre Balassa e Samuelson hanno interpretato il processo di coesione economica quale un fenomeno di equilibrio (che non influisce sulla competitività internazionale e sulla bilancia dei pagamenti), noi teniamo conto anche delle teorie dei sovra-investimenti di Hayek (1929) e Wicksel (1898) nel modello delle fluttuazioni nel tasso reale di cambio, la competitività internazionale e il saldo della bilancia commerciale nei Paesi dell'Europa centro-orientale.

Come sarà dimostrato, queste due innovazioni aiutano a tracciare i più recenti cicli di boom e fallimenti nell'Europa centro-orientale. Mentre i mercati dei capitali aperti hanno accelerato il processo di coesione, il boom del credito in alcuni Paesi dell'Europa centro-orientale ha portato a dei deficit

nella bilancia commerciale che possono essere associati alla decrescente competitività, alla vulnerabilità e alle crisi. I risultati ottenuti mediante questa analisi forniscono alcune indicazioni di un impatto delle entrate di capitale sulla competitività dei Paesi dell'Europa centro-orientale così come mitigano l'originale effetto Balassa-Samuelson sui flussi di capitale.

#### *4.2) L'introduzione dei mercati di capitali nel modello Balassa-Samuelson*

Già precedenti ricerche avevano analizzato accuratamente l'impatto del processo di coesione sull'inflazione e la competitività nelle economie dei mercati emergenti. All'ipotesi originaria del modello di Balassa-Samuelson (1964), fondata sul ruolo dell'offerta nello stimolare la crescita economica, sono stati aggiunti gli effetti della domanda aggregata (Bergstrand 1991) ed altre considerazioni che includono miglioramenti qualitativi (Égert e Popdiera 2008). Ci interessa meno il ruolo dei mercati internazionali di capitali per quel che riguarda l'inflazione e la competitività nei Paesi che si trovano essi stessi in un processo di coesione economica.

#### *4.3) Le basi del modello Balassa-Samuelson*

Negli anni '60, Balassa e Samuelson ('64) osservarono che i mercati emergenti in rapida crescita, come sono la maggior parte degli odierni Paesi dell'Europa centro-orientale, sperimentavano più alti livelli di produttività nel settore degli scambi rispetto ai Paesi industrializzati. Allo stesso tempo, una più alta inflazione contribuiva anche ad un secolare livellamento generale dei prezzi con gli altri Stati. Il processo reale di convergenza, come è oggi osservato nei Paesi dell'Europa centro-orientale, era correlato alla convergenza nominale in termini di livelli di prezzo al consumo e, fissati i tassi di cambio, ad un reale apprezzamento delle monete interne. Dato che l'effetto di Balassa-Samuelson aveva anche un impatto sui prezzi e sul tasso

di cambio reale, esso può esser collegato a problemi di competitività internazionale.

La versione base del modello è costituita da un sistema a due Paesi, dotati di due settori, i beni e i servizi, come descritto da De Grauwe e Schnabl (2005). Balassa e Samuelson ('64) prendono in considerazione un mercato in concorrenza perfetta nel mercato dei beni espressa in termini di parità del potere di acquisto e perfetta mobilità nei mercati nazionali del lavoro, ma senza mobilità del lavoro a livello internazionale. Ad ogni modo, non considerano la competizione tra il settore dei servizi dei due Paesi e tra i settori stessi nel mercato interno.

Assumiamo che la produzione di beni (T: *traded goods*) e servizi (NT: *non-traded goods*) in ogni Paese sia basata su due funzioni Cobb-Douglas:

$$Y^i = A^i (K^i)^{\gamma_i} (L^i)^{1-\gamma_i} \quad (1)$$

con  $0 < \gamma_i < 1$  e  $i = T, NT$

Nell'equazione (1),  $Y^i$  è la produzione reale;  $A^i$  rappresenta la tecnologia;  $K^i$  rappresenta il capitale (fisso);  $L^i$  rappresenta la forza lavoro impiegata nel settore  $i$ . In entrambi i settori, la produzione è generata dalla combinazione di tecnologia, capitale e lavoro. Assumendo la massimizzazione competitiva dei mercati e del profitto, la produttività marginale di lavoro  $((1 - \gamma_i)Y^i/L^i)$  deve corrispondere al salario reale nel rispettivo settore che è definito come il salario nominale diviso il livello di prezzo dei rispettivi beni:

$$(1 - \gamma_i)Y^i/L^i = W^i/P^i \quad (2)$$

I salari nominali nei settori dei beni e dei servizi sono supposti in equilibrio poiché esiste perfetta mobilità del lavoro tra i due settori

( $W^T = W^{NT} = W$ ). Ciò implica:

$$cQ^T/Q^{NT} = P^{NT}/P^T \quad (3)$$

Dove  $Q^i$  rappresenta le produttività del lavoro nei rispettivi settori ( $Y^i/L^i$ ) e  $c$  è una costante positiva dipendente dai pesi di beni e servizi



$((1 - Y^T)/(1 - Y^{NT}))$ . Prendendo la derivata prima, i cambi nei differenziali di produttività tra i settori sono determinati dai relativi cambi di prezzo ( $\hat{p}^i$ ). Balassa e Samuelson suppongono inoltre che la crescita della produttività sia maggiore nel mercato dei beni piuttosto che nel mercato dei servizi.

$$\hat{p}_{NT} - \hat{p}_T = c[\hat{q}_T - \hat{q}_{NT}] \quad \text{con } \hat{q}_T - \hat{q}_{NT} > 0 \quad (4)$$

Finché la produzione nel settore industriale cresce più rapidamente di quello dei servizi, i prezzi nel settore dei servizi crescono più di quelli nel settore industriale. Il peso dell'inflazione generale può essere considerata come una combinazione di beni e servizi con il peso  $\alpha$  e  $(1 - \alpha)$ :

$$\hat{p} = \alpha \hat{p}_T + (1 - \alpha) \hat{p}_{NT} \quad (5)$$

Date le equazioni (4) e (5), il livello interno dei prezzi è funzione del livello di prezzo dei beni nazionali e del differenziale nella crescita della produttività tra i due settori. Se i prezzi dei beni sono fissi ( $\hat{p}_T = 0$ ), l'inflazione è trainata dagli incrementi relativi di produttività dei beni rispetto ai servizi.

$$\hat{p} = \hat{p}_T + (1 - \alpha)c[\hat{q}_T - \hat{q}_{NT}] \quad (6)$$

L'impatto dei mercati internazionali dei beni può essere modellato basandosi sull'assunzione di Balassa e Samuelson ('64) che nel mercato dei beni la parità del potere d'acquisto è costante, per esempio l'inflazione nel mercato interno dei beni è equivalente a quella nel mondo o nella zona dell'Euro  $\hat{p}_T^{EA}$ , corretta dalle variazioni nel tasso di cambio  $\hat{e}$ :

$$\hat{p}_T = \hat{p}_T^{EA} + \hat{e} \quad (7)$$

Inserendo l'equazione (7) nella (6) risulta la (8) che può essere vista come un'equazione che determina l'inflazione indotta dall'offerta, tenendo conto dei mercati internazionali dei beni e del tasso di cambio. Il termine  $(1 - \alpha)c$  è una costante positiva dipendente dai pesi dei beni e servizi nell'economia e nell'indice dei prezzi al consumo.

$$\hat{p}_T = \hat{p}_T^{EA} + \hat{e} + (1 - \alpha)c[\hat{q}_T - \hat{q}_{NT}] \quad (8)$$

In riferimento all'equazione (8), l'inflazione nei Paesi dell'Europa centro-orientale è indotta dall'inflazione nel settore industriale dell'area Euro (quale principale mercato di riferimento per quei Paesi), le variazioni nel tasso di cambio nei confronti dell'Euro e il differenziale negli incrementi di produttività tra il settore dei beni e quello dei servizi.

Basandoci sull'equazione (8), possiamo distinguere due soluzioni limite nei regimi del tasso di cambio. Sotto un regime di tassi di cambio fissi ( $\dot{\epsilon}=0$ ), il termine del tasso di cambio ( $\dot{\epsilon}$ ) viene meno e l'inflazione domestica sarebbe solamente indotta dallo sviluppo nella produttività nazionale e dallo sviluppo del prezzo nei mercati mondiali. Sotto un regime di tassi di cambio flessibili, le variazioni nel tasso di cambio costituirebbero una determinante addizionale cruciale dell'inflazione interna.

#### *4.4) I mercati dei capitali e il nuovo percorso di equilibrio*

Il modello di Balassa-Samuelson è un modello di mercato di beni puri. Gli incrementi di produttività sono assunti come esogeni e indotti dalla formazione di capitali nazionali. Tale premessa era realistica durante il sistema di Bretton-Woods quando i flussi internazionali di capitale privato erano fortemente ristretti. I deficit erano principalmente soggetti al finanziamento del Governo, e per questo di norma non sostenibili e ridotti. In contrasto con i mercati emergenti degli anni '50, gli investimenti e la produttività nell'Europa centro-orientale fino alle crisi del 2008/2009 sono stati guidati da sostanziali afflussi di capitale dalle Regioni più sviluppate, bassi tassi di interesse sull'Euro e il mercato del Dollaro attraverso investimenti diretti esteri e prestiti bancari. Questo si è riflesso in un deficit sempre crescente.

L'introduzione dei mercati di capitale nel modello Balassa-Samuelson modifica il meccanismo di aggiustamento in due modi. Anzitutto, dato che “i mercati dei capitali nelle economie di mercato emergenti sono bassi, sottosviluppati e abbastanza chiusi” (Eichengreen & Hausmann, 1999), il

capitale tende ad essere scarso il che costituisce un collo di bottiglia per la crescita della produttività nazionale e lo sviluppo economico. L'apertura ai mercati internazionali dei capitali equivale ad una fornitura maggiore di capitale a tassi di interesse sostanzialmente più bassi. Gli investimenti di portafoglio e gli afflussi di credito bancario permettono di migliorare le tecnologie di produzione nazionali nonché investimenti in nuovi siti produttivi. L'afflusso di investimenti esteri diretti (FDI = foreign direct investment) equivale ad una sostituzione di siti di produzione relativamente inefficienti con tecnologie di produzione all'avanguardia. In entrambi i casi la produttività del lavoro e la produttività generale aumentano.

In secondo luogo, nel contesto della struttura di Balassa-Samuelson il salario e la produttività possono variare. Per esempio, Goretti (2008) osserva per l'Europa centro-orientale che gli incrementi di salario avevano origine nel settore dei servizi ed erano seguiti da incrementi di salario nel settore industriale. Nei Paesi dell'Europa centro-orientale gli afflussi di capitale potrebbero riflettere privatizzazioni, quando le imprese pubbliche vengono vendute agli investitori internazionali. La privatizzazione permetterebbe aumenti di salario nel settore pubblico che innescerebbero aggiustamenti di salario nelle altre parti del settore industriale e dei servizi. L'incremento di salario nel settore industriale necessiterebbe – dati i prezzi costanti nel mercato mondiale – di incrementi di produttività nello stesso settore per mantenere la competitività internazionale. La direzione del processo di aggiustamento dei salari e della produttività è invertita.

Come sperimentato nei Paesi dell'Europa centro-orientale, gli afflussi di capitale internazionali sono stati posizionati al primo posto sia nel settore industriale, sia in quello dei servizi nonché in quello bancario. Generalmente le entrate di capitale nella regione hanno contribuito ad incrementare la produttività in entrambi i settori, procurando tecnologie produttive e gestioni della conoscenza più efficienti, rispetto ad uno scenario privo di mercati internazionali del capitale. Il presupposto di Balassa e Samuelson ('64) che il

potenziale per gli incrementi di produttività nel settore industriale sia più alto che nel settore dei servizi può essere mantenuto, dato che il potenziale per gli incrementi di produttività nei due settori rimangono scollegati sotto entrambi gli aspetti ( $\hat{q}_{Tcap} > \hat{q}_{NTcap}$ ).

Questo è confermato dai dati raccolti che mostrano gli incrementi medi di produttività nei due settori degli 11 Paesi dell'Europa centro-orientale. Per scomporre gli incrementi di produzione generale in incrementi di produttività derivanti dalla formazione di capitale nazionale e quelli che discendono da entrate di capitale, separiamo l'output settoriale in output interno e output legato agli afflussi di capitale straniero. Gli incrementi relativi nella produttività del lavoro  $\hat{q}_T > \hat{q}_N$  sono scomposti in incrementi indotti dalla formazione di capitale nazionale e quelli indotti dalle entrate di capitale. Ciò comporta:

$$\hat{p}_{cap} = \hat{p}_T^{EA} + \hat{e} + b_{dom} [\hat{q}_{Tdom} - \hat{q}_{NTdom}] + b_{cap} [\hat{q}_{Tcap} - \hat{q}_{NTcap}] \quad (9)$$

con  $\hat{q}_{Tdom} > \hat{q}_{NTdom}$  e  $\hat{q}_{Tcap} > \hat{q}_{NTcap}$

Dati gli afflussi di capitale, l'inflazione interna dovrebbe essere più alta che in un'economia chiusa ( $\hat{p}_{cap} > \hat{p}$ ). Il coefficiente  $b_{dom}$  equivale a  $(1 - \alpha)c$  e  $b_{cap}$  equivale a  $(1 - \alpha)d$ , entrambe costanti positive. Aggiungendo l'afflusso di capitale al modello si introduce anzitutto un disequilibrio tra saldi correnti e finanziari, perché l'entrata netta di capitale non sarebbe interamente utilizzata per l'acquisto di beni stranieri. Ancora, l'incremento relativo dei prezzi dei servizi sposta la domanda dai servizi ai beni e il conto corrente e il conto finanziario saranno bilanciati.

Assumendo per semplicità che i livelli di prezzo di ambo i settori sia costante nell'area dell'Euro, per esempio  $\hat{p}_T^{EA} = \hat{p}_N^{EA} = \hat{p}^{EA} = 0$ , il tasso di cambio reale dei mercati emergenti  $\hat{e} - \hat{p}_{cap}$  sarà una funzione negativa del differenziale di produttività tra i due settori.

$$-(\hat{e} + \hat{p}_{cap}) = b_{dom}[\hat{q}_{Tdom} - \hat{q}_{NTdom}] + b_{cap}[\hat{q}_{Tcap} - \hat{q}_{NTcap}] \quad (10)$$

L'apprezzamento reale della moneta del mercato emergente durante il processo di convergenza come indicato dal segno negativo dell'equazione (8) è indotto dalla produttività. Come mostrato da De Grauwe e Schnabl (2005) questo apprezzamento reale può essere raggiunto sia con un apprezzamento nominale del tasso di cambio ( $- \hat{\epsilon}$ ) sia mediante incrementi relativi di prezzo verso l'area Euro ( $+\hat{p}_{cap}$ ), come descritto da Balassa e Samuelson ('64). In entrambi i casi, la bilancia dei pagamenti resterebbe invariata e l'apprezzamento reale sarebbe un processo stabile che riflette il *catch-up* della produttività, ma non le variazioni nella competitività internazionale e la posizione dei saldi correnti. Pertanto, all'introduzione dei mercati internazionali di capitale consegue un percorso di apprezzamento reale accelerato:

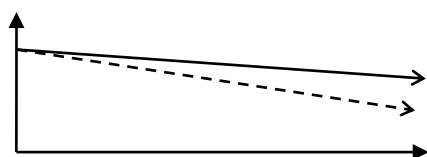


Fig. 1. Percorso di apprezzamento reale indotto dal mercato dei beni e dei capitali.

#### 4.5) *Variazioni nella competitività internazionale e fluttuazioni cicliche dovute ai flussi di capitale*

Balassa e Samuelson ('64) assumevano che la crescita della produttività nella convergenza economica è un processo graduale senza variazioni nella posizione dei saldi correnti. Incrementi di produttività nel settore industriale sono bilanciati dalle variazioni relative di prezzo, lasciando la competitività invariata. Nondimeno è stato osservato che le posizioni dei saldi correnti delle economie emergenti sono peggiorate o hanno subito fluttuazioni durante il processo di convergenza. Come successo di recente nell'Europa centro-orientale, gli alti deficit dei saldi correnti sono stati percepiti come un indice di erosione della competitività, agitazione economica e crisi. Nelle considerazioni a seguire, le variazioni nella competitività internazionale sono definite quali incrementi di salario più alti rispetto agli incrementi della produttività e sono collegate ai deficit crescenti

nei saldi correnti e alle fluttuazioni cicliche negli afflussi internazionali di capitale.

#### 4.6) Variazioni nella competitività internazionale

Lindbeck ('79) aveva collegato il processo nazionale di contrattazione salariale di Balassa e Samuelson ('64) ai mercati internazionali dei beni. Egli assumeva, in linea con l'equazione (1), che le unioni di scambio nel settore industriale dei Paesi emergenti non comportassero incrementi salariali più alti degli incrementi di produttività e inflazione nel mercato mondiale. Così facendo, si aiuta a mantenere la competitività delle esportazioni (e dunque si previene l'aumento della disoccupazione). Tuttavia, nei mercati emergenti dotati di afflussi di capitale in rialzo, i salari possono crescere oltre gli incrementi di produttività nazionale.

$$(1 - \nu^i)Y_{cap}^i / L_{cap}^i < W_{cap}^i / P_{cap}^i \quad (11)$$

Se i salari nominali nei due settori sono assunti identici a causa della perfetta mobilità del lavoro tra settori, ciò implica che:

$$(c Q_{cap}^T / Q_{cap}^{NT}) < (P_{cap}^{NT} / P_{cap}^T) \quad (12)$$

Nell'equazione (12) come abbozzata sopra la direzione di causalità potrebbe variare rispetto al modello originario di Balassa e Samuelson dato che gli afflussi di capitale permettono un incremento simultaneo di produttività e salari in entrambi i settori con un incremento dei salari più rapido di quella della produttività. Il risultato è che l'inflazione nazionale nel Paese emergente cresce più di quello che sarebbe altrimenti giustificato dagli incrementi relativi della produzione. L'inflazione domestica è scomposta in un fattore indotto dagli incrementi relativi di produttività che hanno origine nella formazione di capitale nazionale e uno che è indotto dagli afflussi di capitale dall'esterno.

$$\hat{p}_{cap} > \hat{p}_T^{EA} + \hat{e} + b_{dom} [\hat{q}_{Tdom} - \hat{q}_{NTdom}] + b_{cap} [\hat{q}_{Tcap} - \hat{q}_{NTcap}] \quad (13)$$

$$\text{con } \hat{q}_{Tdom} > \hat{q}_{NTdom} \text{ e } \hat{q}_{Tcap} > \hat{q}_{NTcap}$$

Ne risulta che – dati i prezzi costanti per i due settori nell’area Euro – l’apprezzamento reale della valuta del mercato emergente sarebbe andrebbe oltre quello che sarebbe indicato dai guadagni di produttività relativa nei mercati emergenti.

$$-(\hat{e} - \hat{p}_{cap}) > b_{dom}[\hat{q}_{Tdom} - \hat{q}_{NTdom}] + b_{cap}[\hat{q}_{Tcap} - \hat{q}_{NTcap}] \quad (14)$$

con  $\hat{q}_{Tdom} > \hat{q}_{NTdom}$  e  $\hat{q}_{Tcap} > \hat{q}_{NTcap}$

La deviazione graduale della variazione del tasso di cambio reale dal percorso indotto dalla produttività è rappresentato nella figura seguente. La conseguenza di un apprezzamento reale oltre quello che sarebbe giustificato da incrementi di produttività relativa si riflette in una posizione deteriorata dei saldi correnti che è alimentata dalle entrate di capitale.

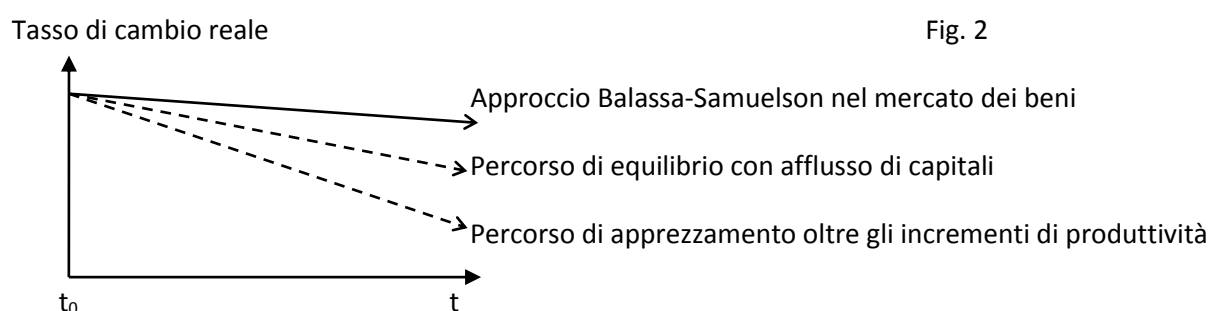


Fig. 2

#### 4.7) Fluttuazioni cicliche nella competitività

La deviazione dal percorso di apprezzamento reale indotto dalla produttività, come rappresentata in figura, non può continuare per sempre, poiché l’investimento sottostante genererebbe un profitto basso o negativo. Gli apporti di capitale che implicano incrementi salariali anziché di produttività si invertirebbero e la competitività dovrebbe venire ripristinata attraverso un deprezzamento del tasso di cambio nominale o tagli nel salario reale. Questo suggerisce che esistono deviazioni cicliche dal percorso di apprezzamento reale.

Tali deviazioni cicliche (da questo percorso di apprezzamento reale indotto dalla produttività) potrebbero capitare se – dati i fondamenti macroeconomici essenziali e/o bassi livelli di tasso di interesse nei mercati internazionali dei capitali – i rialzi nelle entrate internazionali di capitale

contribuissero a velocizzare l'espansione monetaria, la crescita del credito e sovrainvestimenti. In particolare, siccome i mercati internazionali di capitale nelle economie emergenti sono sottosviluppati, afflussi di capitale eccessivi e in rialzo possono essere facilmente convertiti quando c'è un'inversione di rotta nell'economia. Quindi, boom di investimenti euforici, aumenti salariali, e veloci apprezzamenti reali sono seguiti da gravi recessioni, tagli nei salari reali e deprezzamenti reali. L'inflazione dei Paesi dell'Europa centro-orientale non soltanto ha avuto la tendenza ad essere più alta di quella dell'area dell'Euro (come assunto dalle ipotesi di Balassa e Samuelson), ma ha anche mostrato forti fluttuazioni cicliche (non considerate nel modello di Balassa-Samuelson). La forte ciclicità dell'inflazione nei Paesi dell'Europa centro-orientale potrebbe indicare un ruolo importante sull'inflazione degli afflussi di capitale in queste economie in fase di convergenza.

Le teorie originarie dei sovrainvestimenti monetari di Hayek ('29) e Wicksell (1898) e le più recenti ricerche (McKinnon e Pill 1997, Krugman 1998, Corsetti et al. 1999, Saxena e Wong 2002, Hoffmann e Schnabl 2008) forniscono una struttura teorica idonea a spiegare le fluttuazioni dell'inflazione indotte dal mercato del capitale, i salari e le (temporanee) deviazioni del tasso di cambio reale dal percorso di equilibrio. Per stilizzare le fluttuazioni nei cicli di business nelle economie chiuse, Wicksell (1898) e Hayek ('29) hanno fatto una distinzione tra investimenti "sani" che portano profitti oltre il tasso di interesse di equilibrio "naturale" e bassi profitti derivanti da investimenti speculativi che sono indotti da un tasso di interesse sotto quello di equilibrio ( $I > S$ : investimenti più alti dei risparmi). Il sovrainvestimento è innescato quando la Banca Centrale (Wicksell 1898) o il settore bancario (Hayek '29) mantengono i tassi di interesse sotto il suo equilibrio durante i periodi di ripresa economica. Dal momento che le teorie dei sovrainvestimenti monetari furono modellate per le economie chiuse, nei mercati internazionali di capitale liberalizzati di oggi, i tassi di interesse nelle economie emergenti possono scendere "sotto il tasso di interesse naturale" a



causa degli afflussi di capitale in rialzo derivanti da un'alta liquidità e bassi rendimenti nei mercati dei capitali (Hoffmann e Schnabl 2008).

Ad esempio, un sovrainvestimento può essere stimolato durante un boom, perché le istituzioni finanziarie nella zona Euro competono per i prestiti alle economie del mercato emergente altamente redditizio dell'Europa centro-orientale. Insieme con la riduzione dei costi di rifinanziamento per le banche e i tassi di prestito inferiori per le imprese, la redditività attesa dei progetti di investimento realizzati decresce (come mostrato in figura 1). Secondo Krugman ('98) e Corsetti ('99), potrebbero presentarsi problemi di azzardo morale nel finanziare investimenti con un basso ritorno quando le istituzioni finanziarie anticipano un prestatore di ultima istanza in caso di crisi. In questo caso, le istituzioni finanziarie nazionali tendono a prestare alle imprese senza adeguate stime sui ritorni attesi (McKinnon & Pill, 1997).

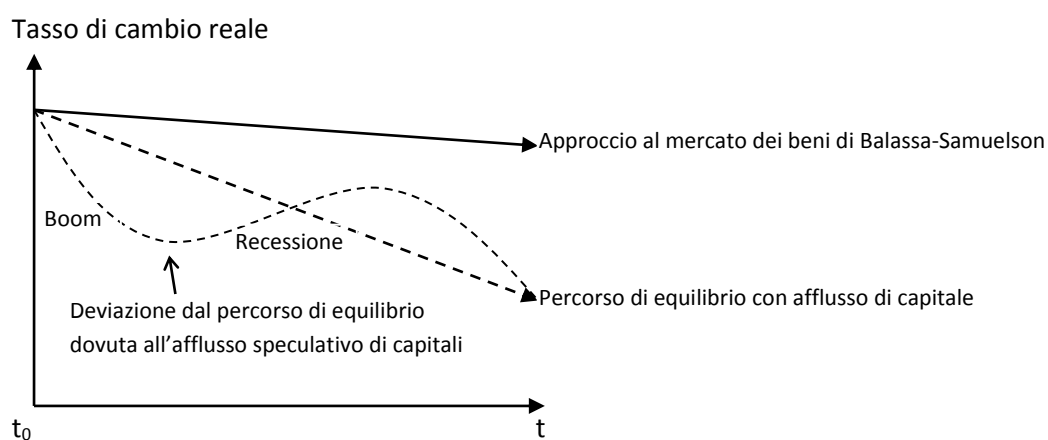
Nel modello di Wicksell (1898) e Hayek ('29) la ripresa economica continua perché la domanda per gli investimenti in beni cresce. In questa fase, si formano le riserve capacitive. Inoltre, aumentano i salari e i consumi. Le aspettative economiche positive possono essere facilmente trasmesse alle attività finanziarie, mercati che sono terreno fertile per le speculazioni (Schumpeter, 1912). L'aumento del credito diventa speculativo (come sembrerebbe essere successo nei Paesi dell'Europa centro-orientale), gli incrementi di produttività rallentano (come da Fig. 1). Infine, l'inflazione sui prezzi al consumo accelera, il che comporta un segnale di capacità aggiuntive di crescita e ulteriori aumenti nei salari.

Questi cicli di espansione e recessione nei mercati emergenti sono stati osservati frequentemente dalla metà degli anni '90 (McKinnon & Pill, '97). In pratica, sebbene il sovrainvestimento possa essere difficoltoso da identificare ex ante, può essere collegato ai crescenti afflussi di capitale nelle economie dei mercati emergenti che contribuiscono all'espansione monetaria, alla riduzione dei tassi di interesse e un'inflazione che sale oltre i livelli che

sono giustificati dalla crescita della produttività. Infatti, l'inflazione è stata osservata in molti Paesi dell'Europa centro-orientale prima delle recenti crisi.

Apporti speculativi di capitale, sopravvalutazioni e inflazione possono essere visti come la causa principale di forti apprezzamenti reali e aumenti nei deficit del saldo corrente delle valute dei Paesi dell'Europa centro-orientale dall'inizio del nuovo millennio (Bini-Smaghi, '07). Quando le crisi hanno colpito, l'inversione dei flussi di capitale ha innescato lo smantellamento dei progetti di investimento (ad esempio, facendo scendere la produttività) così come il deprezzamento del tasso di cambio nominale e/o la riduzione dei salari. Un deprezzamento reale della moneta del mercato emergente c'è stato, per esempio, attraverso un deprezzamento nominale in Ungheria, Polonia e Romania. In altri Paesi emergenti come quelli Baltici il deprezzamento reale è scaturito da tagli nei salari nominali e reali.

In conclusione, le teorie del sovra-investimento ci aiutano a stilizzare le fluttuazioni cicliche nel tasso di cambio reale e di conseguenza le fluttuazioni nella competitività delle economie dell'Europa centro-orientale durante il processo di convergenza. Poiché le uscite di capitale dai mercati emergenti tendono all'eccesso in tempi di crisi (perché gli investitori sovrastimano il rischio), le monete del mercato emergente tendono a deprezzarsi oltre quello che sarebbe compatibile con il livello della variazione relativa di produttività. Il risultante ciclo di evoluzione del tasso di cambio reale è rappresentato nella figura seguente:



#### *4.8) Analisi empiriche*

Sinora abbiamo già detto che i cambi di produttività relativa durante il processo di convergenza originano nella formazione di capitali nazionali e dagli afflussi di capitale straniero. Precedenti ricerche empiriche sull'effetto Balassa-Samuelson nell'Europa centro-orientale si sono principalmente focalizzate sul modello originario basato sul mercato dei beni. Il nostro scopo è estendere la ricerca considerando anche gli afflussi di capitale. Le nostre valutazioni riveleranno un impatto significativo di questi sull'inflazione nella Regione.

#### *4.9) Dati e struttura di analisi*

Abbiamo empiricamente testato il ns. modello come formulato nell'equazione (9) che spiega l'inflazione dei prezzi al consumo nell'Europa centro-orientale mediante l'inflazione nel settore industriale dell'area Euro, le variazioni del tasso di cambio nominale e quelle nella produzione relativa in entrambi i settori. Abbiamo isolato il ruolo del flusso di capitale aggiungendo un termine di interazione agli incrementi di produttività relativa per separare la crescita della produttività totale in quella indotta dai capitali nazionali e da quelli esteri. Abbiamo basato la nostra analisi empirica su un quadro dinamico di dati annuali per gli 11 Paesi dell'Europa centro-orientale, includendo anche la Croazia come Paese candidato ad entrare nell'UE dotato di dati disponibili. Il nostro set di dati copre il periodo dal '96 al 2008. I primi dati dell'anno '96 sono molto frammentati, il che limita il numero di osservazioni. Siamo consapevoli del fatto che i gradi di libertà sono bassi, ma i dati trimestrali sulla produzione settoriale non sono disponibili.

Le nostre fonti sono la base dati IMF-IFS (International Financial Statistics Service of the International Monetary Fund) e il database di AMECO della Commissione Europea. I dati sull'inflazione annuale dei prezzi al consumo arrivano dall'IMF-IFS. Per quel che riguarda l'inflazione nel

settore industriale della zona Euro, utilizziamo come riferimento l'inflazione sui prezzi delle esportazioni tedesche (poiché sono disponibili i dati anche prima del '99). Le variazioni del tasso di cambio nominale nei confronti dell'euro sono calcolate facendo una media annuale dei dati registrati sul tasso di cambio dall'IMF-IFS. I tassi di cambio precedenti al '99 sono quelli confrontati con il marco tedesco e sono stati convertiti in euro mediante il tasso ufficiale di conversione euro/marco. Con riferimento all'equazione (9), possiamo aspettarci variazioni in positivo o negativo nell'inflazione dell'Europa centro-orientale.

Da ciò deriva la crescita della produttività relativa del settore industriale sul settore dei servizi dal dato settoriale sul valore aggiunto lordo per persona impiegata a prezzi costanti (dati forniti dalla Commissione Europea). Il settore delle costruzioni viene considerato insieme con i servizi, in quanto condividono spesso l'impiego dello stesso personale. Quindi computiamo i tassi di cambio oltre tempo. In media, negli 11 Paesi la crescita industriale supera quasi ogni anno quella del settore dei servizi.

Utilizziamo svariati indicatori sugli apporti di capitale dalla base dati dell'IMF-IFS. La bilancia finanziaria come percentuale del PIL, la bilancia dei saldi correnti come percentuale del PIL (come indicatore di capitale privato e flussi di capitali registrati e non), l'accumulazione di attività straniere nette dell'autorità monetaria, le variazioni nelle passività estere delle banche nazionali contro quelle estere e le variazioni del tasso di cambio reale. Quando scendono i flussi di capitale, i tassi di interesse reali dovrebbero scendere.

Le stime empiriche sono basate sulla struttura teorica evidenziata nell'equazione (9). Il coefficiente  $\beta_1$  cattura l'impatto dei prezzi del settore industriale dell'area Euro sull'inflazione, mentre  $\beta_2$  misura l'influenza dei movimenti del tasso di cambio. Per scomporre la crescita della produttività totale relativa in crescita nazionale e crescita indotta dai capitali esteri, aggiungiamo un termine di interazione. Moltiplicando il differenziale della

produttività totale  $(\hat{q}_T - \hat{q}_{NT})_{i,t}$  per l'indicatore di afflusso di capitale  $\hat{k}_{i,t}$  si isola il contributo dell'afflusso di capitale straniero alla crescita relativa della produzione ( $\beta_4$ ). Il coefficiente  $\beta_3$  esprime la crescita di produttività indotta dalla formazione interna di capitale. L'indicatore dell'afflusso di capitale è aggiunto come una variabile separata e isola l'inflazione puramente indotta dagli afflussi di capitale senza essere ricondotta alla crescita della produzione ( $\beta_5$ ). Nell'equazione (15)  $t$  indica l'indice tempo, mentre  $i$  si riferisce al rispettivo Paese.  $\gamma_i$  rappresenta l'effetto costante del Paese specifico sul saldo delle differenze strutturali tra Paesi e  $\mu_{i,t}$  è il margine di errore:

$$\hat{p}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \hat{p}_{T,i,t}^{\text{Germania}} + \beta_2 \hat{e}_{i,t} + \beta_3 (\hat{q}_T - \hat{q}_{NT})_{i,t} + \beta_4 [(\hat{q}_T - \hat{q}_{NT})_{i,t} * k_{i,t}] + \beta_5 k_{i,t} + \gamma_i + \mu_{i,t} \quad (15)$$

Consideriamo un indicatore degli effetti fissi delle variabili comparate (LSDV) tra Paesi con un equilibrato margine di errore standard. I dati basati sugli studi di IM/Pesaran/Shin (2003), Maddala/Wu (1999) e Choi (2001) rifiutano del tutto la non-stazionarietà, ma i risultati devono essere presi con estrema prudenza.

#### 4.10) I risultati delle stime

I risultati considerano le variabili comparate tra Paesi utilizzando il differenziale di produttività quale crescita della produttività relativa come formulato nel modello di Balassa-Samuelson. La prova a favore dell'effetto Balassa-Samuelson, come formulato nell'equazione (8), si affievolisce. I coefficienti stimati dell'inflazione dei prezzi delle esportazioni ( $\beta_1$ ) e quelli del tasso di cambio nominale ( $\beta_2$ ) sembrano essere quelli attesi e sono statisticamente rilevanti a livelli normali di significatività. Tuttavia, i coefficienti sono più grandi/piccoli di 1, il che indica più di un in/completo passaggio dai prezzi stranieri d'esportazione e i tassi di cambio ai prezzi del mercato interno. Questo è in linea con quanto verificato recentemente da Marià-Dolores (2009). In un secondo momento, aggiungiamo diversi indicatori per gli afflussi di capitale e il termine di interazione. L'impatto dei

prezzi d'esportazione tedeschi e dei tassi di cambio sull'inflazione interna dei Paesi dell'Europa centro-orientale resta importante, ma gli indicatori e il termine di interazione sono quasi sempre insignificanti. Questo prova una debolezza dell'effetto Balassa-Samuelson. Conduciamo due controlli in merito.

Anzitutto, le basi di dati sulla produttività nelle economie dei mercati emergenti per il settore dei servizi sono scarse e i dati potrebbero non essere davvero affidabili. Inoltre, consideriamo che l'aumento della produttività in tale settore sia pari a zero. Ancora, le stime sui coefficienti di inflazione dei prezzi delle esportazioni ( $\beta_1$ ) e del tasso di cambio nominale ( $\beta_2$ ) diventano statisticamente rilevanti a livelli di comune significatività. Adesso, per 5/6 la crescita della produttività ( $\beta_3$ ) ha il segno atteso ed è significativa ai livelli comuni.

In alcuni casi, l'effetto di produttività indotta dall'entrata di capitale risulta indicativo con il diminuire dell'inflazione guidata mentre il capitale entra. Questo potrebbe indicare che gli afflussi di capitale riducono gli aumenti di produzione e semplicemente conducono all'inflazione attraverso, per esempio, incrementi dei salari. Nello spirito delle teorie dei sovrainvestimenti qualcuno potrebbe obiettare che gli afflussi di capitale hanno un impatto negativo sugli incrementi di produttività che riduce l'effetto generale di Balassa-Samuelson. Invece i prezzi sono gonfiati dagli afflussi di capitale come indicato dal coefficiente  $\beta_5$ , gli incrementi di prezzo che non sono supportati da incrementi di produzione eroderebbero la competitività internazionale come indicato dall'aumento dei deficit correnti. Gli afflussi netti di capitale privato e il tasso di interesse reale riducono il contributo alla crescente inflazione.

Per terzo, misuriamo la crescita della produttività dei due settori attraverso il tasso di occupazione di ciascuno di essi. L'inflazione sul prezzo d'esportazione ( $\beta_1$ ) e i tassi di cambio nominali ( $\beta_2$ ) sono significativi con il segno atteso, ma non equivalente ad 1. L'effetto Balassa-Samuelson ( $\beta_3$ )

diventa significativo solo se il segno atteso è positivo. Il risultato è che l'effetto Balassa-Samuelson e gli effetti delle entrate di capitale si incrociano tra loro, stesso dicasi per l'impatto diretto degli afflussi di capitale sull'inflazione ( $\beta_5$ ). I prezzi d'esportazione e il tasso di cambio con l'euro sono indicatori imperfetti dell'inflazione sull'importazione, perché tutti i prezzi così come il tasso di cambio contro altre valute (es.: il dollaro) possono avere rilievo sull'inflazione interna al Paese. Deriviamo questa restrizione dal modello di Balassa-Samuelson. Se la parità del potere d'acquisto è fissata, entrambe le variabili dovrebbero avere un rapporto di 1 ad 1 sui prezzi internazionali. Ciò implica che:

$$\hat{p}_{i,t} - (1 * \hat{p}_{T,i,t}^{\text{Germania}} + 1 * \hat{e}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_3(\hat{q}_T - \hat{q}_{NT})_{i,t} + \beta_4[(\hat{q}_T - \hat{q}_{NT})_{i,t} * k_{i,t}] + \beta_5 k_{i,t} + \gamma_i + \mu_{i,t} \quad (16)$$

Ancora, possiamo convenire che i risultati appaiano mixati tra loro e che non via sia una chiara prova pro o contro l'effetto Balassa-Samuelson aumentato dai mercati dei capitali.

#### *4.11) Conclusioni in merito all'effetto Balassa-Samuelson*

I nuovi Stati membri e i Paesi candidati ad entrare nell'Unione Europea fronteggiano le sfide per raggiungere una bassa inflazione e la stabilità del tasso di cambio contro l'Euro durante il loro processo di convergenza reale. Nonostante rimanga una notevole incertezza concernente l'effetto Balassa-Samuelson-Bergstrand, i Paesi dell'Europa centro-orientale sono verosimilmente destinati a sperimentare un'inflazione più alta di quella della zona Euro. Di conseguenza, tutte le valute dei nuovi e futuri Stati membri si sono incamminati verso un sentiero di apprezzamento reale. Da questo punto di vista, le prove empiriche a favore dell'effetto Balassa-Samuelson e degli altri effetti sono notevoli. Nondimeno, è evidente che sia difficoltoso districarsi tra le ragioni del processo di convergenza della produttività e dei prezzi. I prezzi potrebbero allinearsi a causa degli incrementi di produzione originanti dalla formazione di capitale nel mercato

domestico oppure in quello internazionale. Le entrate di capitale straniero, comunque, incorporano il rischio di alimentare direttamente l'inflazione causando pertanto scostamenti del tasso di cambio reale dal percorso di apprezzamento trainato dalla produzione.

I dati empirici confermano fino a un certo punto che gli afflussi di capitale sono una determinante importante dell'inflazione in una Regione. Tale impatto potrebbe inglobare entrambi i contributi degli afflussi di capitale: sia quelli (positivi) che generano inflazione a causa degli incrementi produttivi sia quelli (negativi) che sono convertiti direttamente in inflazione e non sono supportati da miglioramenti nella produttività. I nostri risultati possono essere visti quale un approccio allo scopo di distinguere i flussi ciclici di capitale che possono contribuire alla crescita economica e quelli che, invece, portano a perdite strutturali di competitività.



## CAPITOLO QUINTO

### Uno sguardo oltre Oceano: gli Stati Uniti d’America

#### *5.1) Problemi anche per gli Stati Uniti d’America*

Ma a rischio di default non sono soltanto i Paesi che tipicamente sono noti per un alto debito<sup>167</sup>. Nel Luglio 2011, persino la più grande economia mondiale, gli Stati Uniti d’America, ha paventato un serio pericolo di downgrade (poi verificatosi): il 2 Agosto ’11 era la data ultima per l’approvazione dell’aumento del debito, quando cioè il Tesoro avrebbe esaurito l’autorizzazione legale per emettere nuovi Bond per finanziarsi e pagare stipendi, pensioni e cedole sui titoli già circolanti. La Camera, a maggioranza repubblicana e il Senato, a maggioranza democratica, procedevano con progetti diversi, tra loro incompatibili: John Boehner, repubblicano, rifiutava il taglio delle tasse e prospettava invece un taglio delle spese di “soli” 1000 miliardi, rinviando all’anno successivo, in piena campagna per l’elezione presidenziale, lo scontro finale sul risanamento; Harry Reid, democratico, proponeva un taglio di 2400 miliardi, una riduzione delle spese sociali e degli sgravi concessi in passato da George Bush ai contribuenti più ricchi. Se, da un lato, la Grecia si è trovata in una pessima situazione a causa di una gestione dissennata dei conti da parte del proprio governo, dall’altro, gli USA rischiavano di trovarsi, per motivi politici, in un’impasse che avrebbe potuto mettere in ginocchio l’economia americana, con la perdita di milioni di posti di lavoro. Anche Obama ostentava fiducia: “un default è un risultato avventato e irresponsabile del dibattito. In passato l’aumento del debito è stato una routine”. L’accordo è così stato raggiunto, tuttavia, la società di rating Standard & Poor’s ha declassato il debito USA da un rating di tripla A ad AA+.

---

<sup>167</sup> Fonti rielaborate da: tg3.rai.it, repubblica.it, it.notizie.yahoo.com

### *5.2) Conseguenze del declassamento USA*

Il downgrade potrebbe comportare un incremento dei costi dei mutui, dei leasing auto e di tutti quei prestiti legati agli interessi pagati dai buoni del tesoro degli Stati Uniti: JP Morgan Chase & Co. stima che un downgrade potrebbe alzare il prezzo dei prestiti negli USA di oltre 100 miliardi di dollari all'anno, portando potenzialmente il Paese verso la recessione in un periodo già non florido<sup>168</sup>. Nella pratica questo cosa potrebbe comportare? Se i buoni del tesoro dovessero costare maggiori interessi, per attirare investitori nonostante il downgrade, i cittadini americani potrebbero trovarsi a pagare un mutuo con degli interessi maggiori che in passato. Secondo la FED, la crescita economica potrebbe ridursi dello 0,4%. È vero che gli USA avrebbero dovuto ridurre le spese e le agevolazioni fiscali introdotte già da Bush e mantenute da Obama, ma sul deficit sono state soprattutto le recenti guerre a pesare, con le spese militari USA fuori controllo. Pur con l'accordo recente, che prevede 2,4 trilioni di dollari di riduzione delle spese nei prossimi 10 anni, il debito USA potrebbe crescere fino all'85% per il 2021. Questi dati allarmanti si devono anche e soprattutto al fatto che, nel 2012 i tagli alle tasse voluti da Bush, potrebbero essere rinnovati, per l'ostracismo dei Repubblicani, che ormai fanno muro contro qualsiasi aumento delle tasse persino alle classi più ricche. Ricordiamo infatti che dei tagli alle tasse beneficiano fortemente persino i milionari americani. In occasione del rinnovo dei tagli alle tasse, Obama potrebbe di nuovo trovarsi nella condizione di dover subire il ricatto repubblicano. Senza un incremento delle tasse, che porti soprattutto le classi più ricche a pagare di più, lo Stato americano si ritroverà con introiti fiscali insufficienti. I tassi di interesse sui bond americani, tuttavia, rimangono bassi ed apparentemente insensibili (almeno sino ad ora) ai downgrade perché non c'è altro investimento considerato realmente sicuro. Secondo il Wall Street Journal è possibile che

---

<sup>168</sup> Fonte: [investireoggi.it](http://investireoggi.it)

nel breve periodo il downgrade abbia effetti più psicologici che pratici<sup>169</sup>. Le altre agenzie di rating, Moody's e Fitch hanno infatti mantenuto il rating della tripla A e finora i buoni del tesoro Usa continuano ad essere un rifugio per gli investitori preoccupati dallo stato dell'economia americana e dalla crisi del debito in Europa; infine, le liti al Congresso di Washington sull'innalzamento del debito possono aver preparato gli investitori alla decisione di Standard & Poor's, attenuandone l'impatto. Una delle preoccupazioni principali, però, rileva il Wall Street Journal, è che l'attrazione degli investitori stranieri per i bond americani diminuisca, in particolare per quanto riguarda la Cina, Paese che al mondo ne possiede di più. Nel 1945, i Paesi stranieri possedevano solo l'1% delle obbligazioni del Tesoro americano, oggi il 46%, secondo una ricerca effettuata da Bank of America Merrill Lynch. "La Cina, il più grande creditore dell'unica superpotenza mondiale, ha tutto il diritto – si legge in un duro commento diffuso dall'agenzia Nuova Cina – di chiedere agli Stati Uniti la soluzione dei problemi di debito strutturali e garantire la sicurezza degli asset cinesi denominati in dollari". A giudicare da quanto accaduto in altri Paesi, come il Canada e l'Australia, potrebbero passare anni prima di riottenere il rating AAA. Finora la crisi economica in Europa e in altre parti del mondo ha continuato ad attrarre gli investitori verso i bond Usa, risparmiando gli Stati Uniti dal prezzo normalmente pagato da Paesi che non riescono a risolvere il problema del debito. Questo fenomeno ha tenuto molto bassi gli interessi pagati sul debito governativo americano, rendendo poco costoso per il Tesoro il finanziamento dei suoi ampi disavanzi. Nel breve termine, il downgrade potrebbe essere quindi meno significativo del previsto: la principale preoccupazione è l'effetto a catena dell'abbassamento del rating, ovvero se anche le istituzioni finanziarie americane saranno declassate o meno<sup>170</sup>. A lungo termine, invece, il downgrade ha più significato, in quanto

---

<sup>169</sup> Fonte: blitzquotidiano.it

<sup>170</sup> Fonte: forexpertutti.net

sottolinea quanto sia difficile, per la leadership politica del Paese, ristabilire la salute finanziaria dello stesso, a causa dell'enorme debito pubblico. S & P ha citato la mancanza di una leadership politica credibile come una delle cause che hanno portato all'abbassamento del rating. Il problema principale è dunque la politica americana, che continuerà a pesare sull'economia e ad erodere la fiducia degli investitori.

### 5.3) Similitudini tra Europa e USA

In una ormai celebre edizione de "The Economist", in cui il presidente americano Barack Obama veniva raffigurato con il berretto alla francese e la *baguette* sotto al braccio, sono bene indicate tali similitudini.



<sup>171</sup>Negli ultimi tre anni i leader d'America hanno guardato alla gestione dell'euro crisi con disprezzo appena mascherato. Alla Casa Bianca e al Parlamento americano c'è stata incredulità che i politici europei potessero essere così incompetenti nel gestire il problema economico; così miopi e legati al breve periodo; e così incapaci di pervenire ad una strategia di lungo periodo riguardo alla moneta unica.

Queste critiche erano tutte sensate, ma gli stessi che le avevano mosse ora non possono credere ai propri occhi. L'economia americana non è in crisi quanto quella europea, ma i fallimenti della sua politica, intenta a scongiurare la calamità del *fiscal cliff*, lasciano intendere che la situazione congiunturale di Washington assomigli in modo preoccupante, a quella dell'eurozona.

<sup>171</sup> Fonte: The Economist, n°5, versione cartacea del giorno 11/05/13 – articolo intitolato "America's European moment" – Traduzione dalla versione inglese, di Davide Benza e Silvia Scardetta

Ciò avviene in tre modi:

1) L'incapacità di risolvere il problema. La crisi dell'euro-zona si è aggravata perché i politici europei hanno più volte fallito nel tentativo di risolvere le debolezze strutturali della moneta unica, ricorrendo invece a una serie di soluzioni temporanee e approssimative, raggiunte solitamente dopo la mezzanotte (proprio come nel caso di Cipro). I problemi dell'America sono differenti. Non deve affrontare un'imminente crisi del debito, come molti Paesi europei stanno facendo, ha piuttosto bisogno di far conciliare, nel lungo termine, il gap tra le entrate fiscali e le previsioni di spesa, soprattutto per l'assistenza sanitaria, contemporaneamente senza spremere troppo l'economia nel breve periodo. Ma ora gli stessi politici che avevano mosso le critiche nei confronti dell'Europa si sono trovati nella stessa situazione, nella necessità di improvvisare una soluzione dell'ultimo minuto.

L'*agreement* è stato raggiunto a capodanno 2013, in comune collaborazione tra repubblicani, democratici e Casa Bianca per allontanare lo spettro della recessione. Questo accordo ha eliminato la maggior parte degli aumenti fiscali che altrimenti avrebbero avuto effetto a partire dal primo gennaio, eccetto quelli sulla sanità, e ha temporaneamente messo da parte i tanto temuti tagli alla spesa pubblica. Come molti vertici delle crisi europee che si sono salvati dal completo disastro: piuttosto che perdere il 5% dell'economia (come il *fiscal cliff* avrebbe implicato) si è deciso di optare per una maggiore elasticità fiscale, tale da permettere solo un impatto limitato solo ad un 1% di "GDP" (*Gross Domestic Product*), cioè il PIL americano.

Questo ha permesso un breve periodo di calma sui mercati. Gli automatici tagli delle spese sono stati semplicemente posticipati di due mesi, nel cui tempo il Congresso ha dovuto votare l'aumento del debito del Paese per permettere al Tesoro dello Stato di pagare le proprie cedole. Tuttavia la soluzione temporanea non tiene conto dei problemi fiscali americani sottostanti. Infatti non è stato fatto nulla per controllare l'insostenibile percorso di diritto alle pensioni e all'assistenza sanitaria

(quest'ultimo è un modo per raddoppiare un titolo di GDP per i prossimi 25 anni); né per razionalizzare un sistema fiscale distorto, complesso e crudele, che include più di un trilione di trattenute; né tantomeno per riformare il deficit di budget strutturale dell'America. (Aumentare semplicemente le tasse al massimo non significa raccogliere più denaro.) Analizzato da un punto di vista che non sia focalizzato su un solo bimestre, l'operazione è stata un totale fallimento. L'accordo finale si è risolto con un afflusso di entrate fiscali inferiore a quello che John Boehner (il portavoce repubblicano presso la camera dei deputati americana: *House of Representatives*) aveva proposto durante le negoziazioni, ed esso non includeva alcun diritto di riforma che il Presidente Barack Obama era disposto a considerare.

2) La seconda ragione alla base di questo risultato deplorabile è l'influenza smisurata di alcuni pochi gruppi di interesse. L'incapacità degli europei di passare sopra a meschini interessi nazionali, sia di quelli che pagano per i *bail-outs* sia di quelli che controllano la banca centrale, ha impedito loro di raggiungere una larga intesa necessaria ad assicurare il futuro della moneta unica. Democratici e Repubblicani hanno dimostrato in modo analogo una incapacità di pervenire ad un compromesso; entrambi sono troppo condizionati dagli estremisti dei rispettivi partiti e troppo concentrati a vincere le concessioni per potersi dedicare al lavoro comune che dovrebbe assicurare un futuro stabile all'economia.

3) I politici hanno fallito nel mantenere le promesse fatte ai propri elettori. Proprio come la Cancelliera Angela Merkel e il Presidente François Hollande non sono stati del tutto onesti con i tedeschi e i francesi riguardo agli sforzi che sarebbero stati necessari per salvare l'euro, così nemmeno Mr. Obama e i leader repubblicani sono stati abbastanza coraggiosi da spiegare agli americani cosa sarà davvero necessario per risolvere il problema del debito pubblico. I democratici hanno fatto finta che non fossero necessarie riforme del sistema sanitario e delle pensioni. Le soluzioni dei repubblicani sembrano sempre implicare dei non ben definiti tagli alla spesa, e non

considerano nessun incremento di tasse per il sociale. Ogni parte preferisce incolpare l'altra, rafforzando ulteriormente la polarizzazione politica che non permette alcun progresso.

Gli ottimisti obietteranno che l'America verosimilmente non dovrà affrontare una crisi del debito analoga a quella europea nel prossimo futuro, ma la miccia che brucia lentamente è essa stessa un problema. Un effetto collaterale positivo della crisi europea è che ha forzato i Paesi dell'euro-zona ad alzare l'età pensionabile (sebbene con i problemi, in Italia, che bene conosciamo quali il caso degli "esodati", non tutti potrebbero considerare "positivo" tale innalzamento, ndr) e a razionalizzare le pensioni e le promesse riguardanti il sistema sanitario. L'America, che ha il più alto debito pubblico al mondo dopo il Giappone, dovrà far i conti con la propria incapacità di affrontare le conseguenze economiche di una popolazione che sta invecchiando. Il suo invecchiamento è più lento di quello europeo però, dato che il suo debito sta crescendo e che la fiducia delle imprese e dei consumatori è ai minimi storici, l'eventuale impatto sarà persino più doloroso.

La cosa più triste è il modo con il quale i Signori Obama e Boehner sembrerebbero ignorare gli enormi danni che la loro meschina condotta partigiana stanno causando al loro Paese. La sicurezza nazionale non è espressa soltanto dal numero di carri armati o razzi che si hanno. Dato che l'Europa ha fallito con la gestione della moneta unica, la sua reputazione si è sgretolata nel mondo. Per quale motivo i Paesi in via di sviluppo dovrebbero avere fiducia nelle istituzioni americane, se appaiono incapaci di risolvere i propri problemi interni? E mentre le maggiori economie occidentali restano paralizzate, la Cina sta prendendo decisioni e avanza a tutta velocità.

All'inizio del 2013 Mr. Obama si è vantato di avere adempiuto al suo mandato, alzando le tasse sui ricchi. Nei fatti, non essendo ancora riuscito a venire a capo dei problemi economici americani, lui e i leader repubblicani stanno costruendo una nuova Bruxelles alla foce del fiume Potomac.

Negli ultimi mesi del 2012 i Repubblicani si erano detti fortemente contrari ad un aumento delle tasse per i più ricchi. Il “*tax deal*” di inizio 2013, che lascia invariati i tassi per il 99% delle famiglie mentre penalizza pesantemente l’1% restante (quelle ricche), è pertanto una vera vittoria politica per Mr. Obama. Per la prima volta negli ultimi 20 anni i Repubblicani hanno votato a favore di un aumento delle tasse, con una larga maggioranza sia in Senato sia alla Camera dei Deputati (*Representatives*). L’accordo ha raccolto quasi tanti fondi dai ricchi quanti Obama ne aveva richiesti, ed è riuscito a non dover concedere nulla in cambio.

Ma se per il Presidente è stato un successo, non si può dire altrettanto per l’economia americana. Nel breve periodo mette in atto significative strette fiscali, ma non fa praticamente nulla per arrestare l’escalation del debito nazionale nel lungo periodo. Obama stesso, il giorno dell’accordo alla Casa Bianca, ha ammesso: “Dobbiamo ancora far i conti con il deficit”, giusto per usare un eufemismo.

Né tantomeno l’accordo riesce a risolvere i problemi di polarizzazione e politica del rischio calcolato che hanno prodotto il *fiscal cliff*, una collezione di aumenti delle tasse e tagli alla spesa pubblica programmati per il 2013.

“Invece di dimostrare chiaramente alle imprese americane che il Governo sa ancora fare il proprio lavoro, le lasciamo dire «Non un’altra volta!»” ha lamentato Tom Carper, un democratico tra i pochi senatori a votare contro il provvedimento. “Dovremo far fronte allo spettro di un’altra crisi del debito ed ulteriore agitazione sui mercati.” Steve LaTourette, un congressista repubblicano, ha definito il risultato “disgustoso; un ping-pong prodotto da ottuagenari storditi dal sonno durante la notte di capodanno”.

Tuttavia l’accordo ha alcune peculiarità positive.

Oltre ad evitare incrementi di tasse (salvo sui grandi patrimoni), permette di racimolare 200 miliardi di dollari all’anno, ristabilisce la stabilità al codice fiscale, sebbene non a lungo, dato che genera ancora entrate relativamente troppo ridotte.



La riduzione delle imposte decretata dall'amministrazione di George W. Bush nel 2001 e nel 2003, che è scaduta il 31 Dicembre 2012, è stata re-istituita e resa permanente per tutti ad eccezione dei soggetti con un reddito singolo di 400.000 dollari oppure familiare di 450.000 dollari. Il loro tasso d'imposta salirà dal 35% al 39,6%, il livello che esisteva prima del 2001. Chi guadagna più di 250.000 dollari perderà il diritto ad alcune deduzioni. Le imposte sul capital gain e i dividendi saliranno dal 15% al 20%, una percentuale comunque più bassa del 2001. In sostanza, l'*agreement* aumenta le tasse, ma a livelli che rimangono inferiori a quelli precedenti al 2001. L'espansione del credito fiscale per le famiglie, i lavoratori e gli studenti universitari decretato da Obama nel 2009 resterà attiva per altri cinque anni. L'imposta minima sostitutiva, una tassa supplementare sul lusso, è stata dichiarata permanente per non gravare ancora di più sulle famiglie della classe media ogni anno.

Come ci si attendeva, l'accordo ha permesso di eliminare un taglio di due punti percentuali sulle tasse su salari e stipendi. Ciò ridurrà il potere di acquisto dei lavoratori di 115 miliardi di dollari, o più semplicemente di 1000 dollari per lavoratore con casa di proprietà. Gli economisti ritengono che, in combinazione con l'incremento delle tasse sui ceti abbienti ed il precedente accordo federale sul taglio delle spese, la morsa fiscale ammonterà all'1-1,5% del PIL nel 2013, e la contrazione si avverterà principalmente nei primi sei mesi dell'anno.

Questo sembra non turbare gli investitori, che hanno risposto con un vigoroso rialzo delle azioni, non appena le prime notizie sull'accordo sono venute alla luce. Una più forte ripresa del mercato immobiliare, un'Europa meno in crisi e una crescita stabile dell'occupazione potrebbero essere sufficienti per assicurare una crescita del 2% o più, nonostante tutte le continue e pesanti baruffe politiche che stanno vivendo negli Stati Uniti.

Nei prossimi dieci anni, il patto dovrebbe ridurre il deficit di 737 miliardi di dollari, di cui 618 miliardi grazie alle tasse sui ricchi, ed i restanti

119 miliardi grazie alla riduzione degli interessi sul debito. Ma questo semplicemente ridurrà un po' i 10.000 miliardi di deficit che l'America accumulerà nel medesimo arco di tempo, il 5% del GDP secondo l'Ufficio Budget del Congresso. Il Comitato per un budget federale responsabile, un supervisore indipendente, stima che entro il 2022 servirebbero aumenti delle imposte e riduzioni della spesa per un totale che si aggirerebbero tra i 2,65 ai 3,9 mila miliardi di dollari, per stabilizzare il debito intorno al valore corrente: il 74% del PIL. Ma persino questa valutazione è ottimistica, dato che si prevede che i costi per le pensioni e la sanità pubblica aumentino ulteriormente entro il 2022.

Il presidente Obama ha promesso di lavorare insieme con i Repubblicani per ridurre il deficit: "Sono apertissimo ai compromessi." Ha detto. Ma i recenti eventi suggeriscono che né lui né Boehner manterranno la promessa, perché le due fazioni politiche opposte hanno attese politiche diametralmente opposte. I Repubblicani vogliono utilizzare le risorse raccolte per aumentare soprattutto i finanziamenti delle pensioni e della sanità pubblica. Obama, dall'altro lato, non intende negoziare le condizioni sul tetto del debito, come era stato costretto a fare nel 2011. Inoltre, il Presidente vede, nell'aumento delle imposte, soltanto un ritorno per il trilione di dollari del taglio di spesa concordato nel 2011. Ulteriori riduzioni del debito richiederanno un altro aumento delle imposte, come ha dichiarato a fine anno: "Se i Repubblicani pensano che concluderò il lavoro di riduzione del deficit soltanto tagliando le spese, si sbagliano di grosso."

Il tono fazioso di Obama potrebbe essere visto di buon occhio dai suoi sostenitori liberali, ma gli stessi sostenitori gli ricorderanno che il suo successo politico, prima alle elezioni e poi nel "*tax deal*", non gli conferiscono la facoltà di sacrificare pensioni e sanità allo scopo di pervenire ad un compromesso con i Repubblicani.

La camera si è limitata ad estendere a Maggio il tetto sul debito, che era in scadenza a Febbraio, nel tentativo di trovare un'intesa sui tagli<sup>172</sup>. La Casa Bianca si è dichiarata soddisfatta dei successi raggiunti, ma lo scontro con i Repubblicani si è spostato sulle misure per ridurre il deficit.

Come già detto, per Barack Obama, Gennaio è stato un mese di successi: ha ottenuto che i Repubblicani rinunciassero ad usare la scadenza sul tetto del debito di 16.394 miliardi di dollari (pari al 103,6% del PIL) come arma di ricatto per ottenere tagli alla spesa. Il testo dell'accordo, infatti, è passato agevolmente, con una maggioranza di 285 voti a favore contro 144 contrari. Questo, però, non ha archiviato per nulla i problemi di base dell'economia americana al più li ha rimandati al futuro, in attesa di tempi politici migliori, in cui si possa pervenire ad un eventuale ulteriore accordo tra la destra e la sinistra.

Se non ci sarà più il pericolo di una bancarotta per gli Stati Uniti, resta ora il difficile negoziato per ridurre il disavanzo pubblico, la spesa o, come chiede Obama, combinare i tagli con altri aumenti delle tasse. Senza un nuovo accordo, il rischio è quello di vedere applicati tagli automatici alla spesa per 1.200 miliardi nei prossimi 10 anni, il che affosserebbe (secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale) la già debole crescita americana, attualmente intorno al 2%.

Uno degli elementi interessanti del “*tax deal*”, dal punto di vista politico, è che la proposta è passata grazie alla stessa coalizione bipartisan che favorì il compromesso di fine anno per evitare il *fiscal cliff*: 33 irriducibili repubblicani hanno votato contro ma 86 democratici hanno votato a favore. Il passaggio al Senato è considerato una formalità. Forse potrebbe trattarsi di un segno di maturità politica e di “cambio di rotta rispetto al passato” quando, pur di non mollare il colpo, a subirne gli effetti negativi erano sempre stati i cittadini americani. Per la seconda volta si è registrata una maggioranza

---

<sup>172</sup> Fonte: “Il Sole 24 Ore”, versione cartacea del 24 Gennaio 2013, articolo di Mario Platero

bipartisan alla Camera, una "*working majority*" come si dice in gergo, che potrebbe risolvere altre situazioni di stallo per Obama.

Ciò non significa affatto che i problemi politici, di cui parlavamo nei precedenti paragrafi, siano risolti. E l'oggetto del contendere è già chiaro. Come sopra citato (letteralmente avrebbe detto «...They've got another think coming», riferendosi ai Repubblicani ed alla loro intenzione di tagliare la spesa pubblica), il Presidente ha chiarito che non cederà su alcuni punti per lui chiave che poggiano sui principi cari alla tradizione americana, principi di equità, uguaglianza e pari opportunità e ha chiesto nuovi aumenti di tasse attraverso una riscrittura del codice tributario e l'eliminazione di "inefficienze". Obama ha anche rilanciato la sua agenda progressista, alzando la posta per contenere i tagli alle spese sociali, in particolare al Medicare, le spese per l'assistenza agli anziani, e all'assistenza finanziaria per gli studenti, per proteggere «chi ha costruito questo Paese e chi dovrà continuare a costruirlo».

La risposta più decisa su questo punto l'ha data Paul Ryan, il presidente della Commissione Bilancio, l'ex compagno di corsa di Mitt Romney: «I democratici hanno già avuto i loro aumenti delle tasse – ha detto Ryan riferendosi all'incremento delle aliquote approvato il 31 dicembre – ora dobbiamo pensare alle spese, dobbiamo avere un anticipo per la riduzione del debito». L'unico modo possibile, secondo Ryan, sarà «tagliare le spese sociali, quelle che incidono nel lungo termine sul disavanzo del nostro bilancio...introdurre nuove tasse sarà solo un palliativo a breve». Ryan ha anche parlato di «aspettative realistiche» e ha riconosciuto che il risultato elettorale di novembre ha penalizzato i Repubblicani. Diventa dunque lui l'ago della bilancia, il mediatore che mancava fra Boehner ed Eric Cantor, il capo della maggioranza alla Camera. Per Ryan si tratta di una partita chiave, è chiaro che ha ambizioni presidenziali per il 2016 e un compromesso "equo" non potrà che favorirlo.

#### *5.4) Ultimi aggiornamenti sugli USA e sulla Cina*

A fine Maggio 2013, le prospettive dell'economia americana danno nuovi segni di miglioramento<sup>173</sup>. La fiducia dei consumatori è salita ai massimi da quasi sei anni: l'indice elaborato da Thomson Reuters/University of Michigan è balzato a 84,5 da 76,4 del mese precedente, il livello più robusto dal luglio del 2007, prima della grande crisi economica e finanziaria.

L'ottimismo, stando al sondaggio sul quale è basato l'indicatore, si è diffuso anche nelle fasce di reddito meno alte e quindi con minori investimenti in Borsa, diventata fonte di entusiasmi con i recenti rally verso nuovi record. I sotto-indici della fiducia sono a loro volta stati positivi: la componente che misura le condizioni economiche attuali è lievitata a 98 da 89,9, a sua volta il massimo dall'agosto del 2007. E le aspettative per i prossimi mesi sono salite a 75,8 da 67,8.

«Il rapporto suggerisce un passo in accelerazione nella spesa al consumo», ha detto Richard Curtin, direttore del sondaggio. Già il Conference Board aveva questa settimana riportato separatamente un incremento nella fiducia delle famiglie americane nell'ultimo mese.

Questi dati hanno trovato maggior eco rispetto a statistiche meno brillanti ma meno aggiornate, riferite al mese di aprile, che hanno osservato una stagnazione del reddito e un calo della spesa al consumo. Il Dipartimento del Commercio ha riportato un declino a sorpresa dello 0,2% nella spesa, il peggiore in un anno. Un indicatore dell'attività aziendale, l'MNI Chicago Report ha inoltre contribuito a sostenere l'ottimismo, salendo in maggio a 58,7, segno di espansione e il livello più alto dal marzo 2012, da quota 49 del mese precedente.

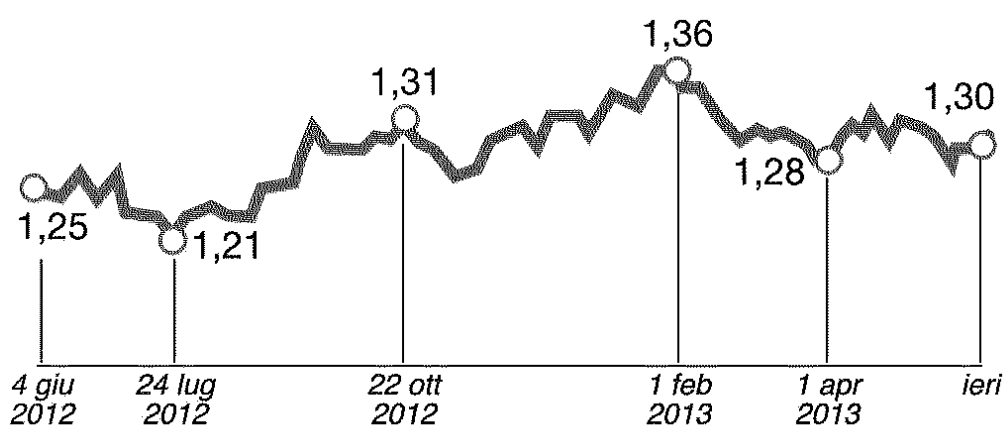
Il dibattito sulla salute e la forza della ripresa americana è tuttavia in pieno svolgimento, tra gli analisti e gli investitori. Un dibattito alimentato in particolare dal recente calo delle obbligazioni, che ha sollevato parecchi punti

---

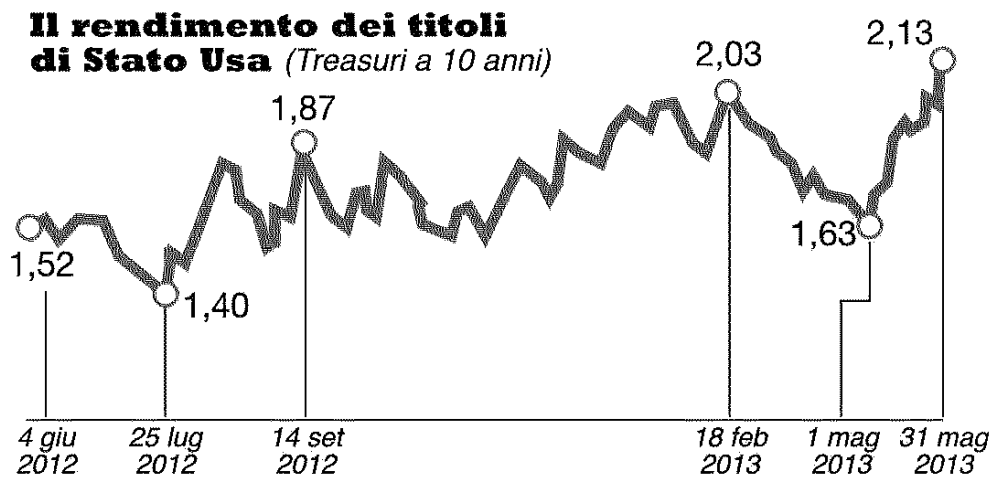
<sup>173</sup> Fonte: [www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-05-31/economia-fiducia-consumatori-massimi-185228.shtml](http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-05-31/economia-fiducia-consumatori-massimi-185228.shtml)

interrogativi. Riflette la speranza sempre più concreta di una stabilità economica, oppure perplessità sul futuro della ripresa e delle politica monetaria della Federal Reserve? I *treasuries* decennali, di sicuro, hanno rendimenti attorno al 2,1%, saliti di mezzo punto dai primi di maggio seppur ancora storicamente bassi. Di conseguenza i tassi sui mutui trentennali sono saliti leggermente oltre il 4% dal 3,5%. Vediamo alcuni dati<sup>174</sup>:

### Il cambio euro dollaro



### Il rendimento dei titoli di Stato Usa (Treasuri a 10 anni)



Il nervosismo degli investitori è palpabile: nell'ultima settimana da mercoledì 880 milioni di dollari sono stati riscattati da fondi comuni dedicati

<sup>174</sup> Fonte: <http://www.ecostampa.it>

ai bond ad alto rischio, nel timore che il declino obbligazionario sia destinato a proseguire. Quel che è meno certo è il suo significato. Per i pessimisti riflette un tuttora scarso entusiasmo per l'andamento dell'economia, cresciuta di un modesto 2,4% nel primo trimestre, e sull'abilità della FED di gestire le prossime correzioni di rotta in fatto di politiche di stimolo.

Gli ottimisti, al contrario, lo ritengono un segno di normalità, dopo che i tassi sono stati a lungo a livelli molto bassi. A loro favore citano la Borsa: gli indici azionari sono in rialzo, con l'S&P 500 impennatosi del 3,6% da inizio maggio, fatto che dà credito alla ripresa. Gli indici azionari sono saliti ancora dopo gli ultimi dati.

Secondo i dati de “La Repubblica”<sup>175</sup>, negli Stati Uniti, la solidità della ripresa spingerebbe i mercati a scommettere sull'esaurimento di una politica monetaria "anomala" nella sua generosità. Per ora si tratta di illazioni, anche se hanno provocato movimenti sui mercati: rialzo dei rendimenti dei *Treasury Bond*, cali delle Borse, perdite sui portafogli investiti nei titoli di Stato. Nulla autorizza a credere che la Federal Reserve sia davvero vicina alla fine della sua politica di *quantitative easing*: cioè tasso zero e soprattutto massicci acquisti di bond (85 miliardi di dollari al mese), per pompare liquidità e garantire un accesso al credito a costi minimi. Gli indicatori a cui la Banca Centrale americana guarda con più attenzione non la spingono a cambiare strategia, per ora. L'inflazione USA è allo 0,7% (oppure 1,1% nella definizione "core"), cioè un minimo storico dal 1960. La disoccupazione, pur se in costante discesa da tre anni, resta troppo elevata: 7,5% contro il 5,5% che la Fed considera ottimale. E tuttavia lo stesso presidente della Fed, Ben Bernanke, ha annunciato che gli acquisti di bond potrebbero rallentare «a partire dai prossimi meeting» della banca centrale, se il mercato del lavoro dovesse rafforzarsi significativamente. Le parole di Bernanke hanno già provocato movimenti sui mercati. Grosse vendite di *Treasury Bond* decennali da parte degli investitori hanno fatto risalire in pochi giorni i rendimenti da

---

<sup>175</sup> Fonte: La Repubblica, versione cartacea del giorno 03-06-2013, articolo di Federico Rampini

1,6% a 2,2%, un rialzo piuttosto poderoso e interamente trainato dai capitali privati. Come si spiega?

Se gli investitori cominciano a intravedere all'orizzonte la fine della "garanzia Bernanke" e cioè degli acquisti massicci da parte della Banca Centrale, viene meno un sostegno ai prezzi dei bond. Se i prezzi dei titoli pubblici scenderanno, automaticamente i loro rendimenti (che si muovono sempre nella direzione opposta) saliranno. Tutto questo, peraltro, è normale in un'economia in ripresa. La crescita prima o poi provoca un rialzo dei rendimenti.

Il tasso zero è stato un'anomalia, in risposta ad una crisi economica di gravità inusitata. E tuttavia questo gioco di anticipo dei mercati - giuste o sbagliate che siano le loro previsioni - sta già provocando sconvolgimenti. I portafogli degli investitori - dai piccoli risparmiatori ai grandi fondi pensione - sono stracolmi di bond, che negli ultimi 30 anni hanno quasi sempre guadagnato valore. Nell'inversione dei tassi, la perdita in conto capitale può essere sostanziale. Un colosso come il fondo obbligazionario Pimco ha sofferto a Maggio la sua più grossa perdita dal 2008. I fondi comuni che investono in titoli pubblici a lunga scadenza hanno perso mediamente il 6,5% del loro valore nel mese di Maggio. Poiché i mercati sono vasi comunicanti, sono cominciate anche vendite di bond dei Paesi emergenti, fin qui molto ricercati. Tra le prossime vittime di un ribasso del valore capitale dei bond, potrebbero esserci le obbligazioni delle aziende private e i *junk bond* ad alto rendimento, anch'essi ricercatissimi fino a poco tempo fa.

Un aggiustamento dei rendimenti al rialzo, quale quello abbozzato sui *Treasury Bond* decennali, potrebbe trasmettersi a catena su molte altre categorie di titoli a reddito fisso. È una bolla speculativa che può esplodere: perché proprio la politica del tasso zero e del *quantitative easing*, schiacciando i rendimenti dei titoli sicuri, aveva spinto gli investitori verso bond sempre più esotici e rischiosi.



Di solito una fuga dai bond spinge i capitali verso le azioni e quindi fa salire la Borsa. E' stato così finché la Grande Rotazione (dal reddito fisso alle azioni) si è realizzata in modo ordinato e tranquillo. Se invece dovesse tramutarsi in un “fuggi fuggi”, la paura potrebbe contagiare le Borse.

I riflessi, a causa del rischio immediato di contagio, potrebbero registrarsi immediatamente anche nell'eurozona: non ha ancora i benefici della ripresa (anzi è in piena recessione) e potrebbe essere ancor più destabilizzata se si apre una fase di incertezza e volatilità dei mercati. L'unica nota positiva: un aumento dei rendimenti di mercato negli Usa dovrebbe intensificare il calo dell'euro, necessario per aiutare l'export italiano e francese.

Secondo il caporedattore finanziario del “Wall Street Journal”, Francesco Guerrera<sup>176</sup>, «l'economia mondiale è aggrappata all'elicottero di Ben Bernanke.»

Il capo della FED, che in un famoso discorso parlò di «lanciare soldi da un elicottero per stimolare l'economia», è l'uomo più amato e più odiato da mercati ed investitori in questo momento. Dopo quasi cinque anni passati a pompare denaro nelle tasche degli americani (o quantomeno del sistema finanziario USA) e ad «ispirare» colleghi quali Mario Draghi e gli scatenatissimi banchieri centrali giapponesi a fare lo stesso, «Helicopter Ben» si sta avvicinando al bivio. Prima o poi, la FED dovrà cominciare a togliere le molte stampelle che ha offerto alla malaticcia economia americana per evitare bolle inflazionistiche. I mercati preferirebbero «poi» ma sono terrorizzati dall'idea che Ben e i suoi agiscano «prima». Nelle ultime settimane, questa dicotomia è diventata un'ossessione di investitori grandi e piccoli, alimentata dalle parole tipicamente sibilline di Bernanke e degli altri signori della FED. I mercati azionari ne stanno risentendo in maniera pesante.

---

<sup>176</sup> Fonte: “La Stampa”, versione cartacea del giorno 10-06-2013

I mesi dei record incredibili, dell'ascesa quasi verticale del Dow Jones Industrial Average - il padre-padrone degli indici azionari - del calo a picco degli spread per i Paesi della «periferia» europea (inclusa l'Italia) sono ormai nel passato. Il presente è una montagna russa in cui il dollaro può calare del 2% in 20 minuti - come è successo all'inizio del mese di Giugno 2013 - senza ragioni particolari. In cui il Nikkei - l'indice guida del Giappone - crolla del 5% in un giorno ed in cui i Buoni del Tesoro americano - il «bene rifugio» per chi ha paura del futuro - sono di nuovo in voga.

Dall'era della certezza che Ben e Mario avrebbero stampato i soldi per farci continuare a crescere all'era della fragilità e dell'incertezza: «lasciate ogni speranza, voi ch'intrate».

Il Sommo Poeta ci può aiutare a spiegare questo momento quasi storico della finanza mondiale. Gli investitori, i banchieri e i piccoli risparmiatori stanno percorrendo il viaggio dantesco ma al contrario. Gli anni del dopo-crisi erano stati il Paradiso: politiche monetarie favorevolissime, soldi come se pioversero da un elicottero e parole rassicuranti da Washington, Francoforte e Tokio.

Certo, l'economia soffriva ma fare soldi nei mercati era abbastanza semplice. Bastava comprare i beni che più beneficiavano dallo stimolo: azioni, case e obbligazioni «rischiose» ma che promettevano bei profitti come i «junks bond», il debito «spazzatura» di società non in buona salute.

L'unico problema erano shock esterni, come la crisi europea del debito, l'esplosione della centrale nucleare di Fukushima o i macelli della politica italiana. Ma all'interno del sistema finanziario - da Wall Street alla City di Londra a Roppongi Hills<sup>177</sup> - le regole erano chiare: «Don't fight the Fed» - non vi opponete alla Banca Centrale più importante del mondo, quando ha le macchine da stampa accese.

---

<sup>177</sup> Uno dei più grandi complessi urbani del Giappone.

Non poteva durare per sempre. Uno stimolo di queste proporzioni, coordinato attraverso tre continenti, è una misura eccezionale, soprattutto per istituzioni come la FED e la BCE, che di solito sono cautissime e si preoccupano soprattutto di mantenere bassa l'inflazione.

La paura recondita di Bernanke e Draghi e di tutti i loro consiglieri (e dei politici che li controllano) è sempre la stessa: tutto questo denaro creerà inflazione ed altre bolle. O, più esplicitamente, stiamo attenti perché non vogliamo passare alla storia come quelli che hanno creato le condizioni per la prossima crisi («capito Dott. Greenspan?» - scrive Guerrera nel suo articolo<sup>178</sup>).

Ed è così che, paradossalmente, il recente miglioramento dell'economia americana ha fatto discendere i mercati nel Purgatorio, il limbo attuale in cui non sanno se l'elicottero di Ben continuerà a volare o atterrerà.

Gli esperti sono spaccati a metà: alcuni dicono che la FED sta solo preparando il terreno ma che non farà nulla per mesi; altri giurano che l'inizio della fine dello stimolo è ormai vicinissima.

Quello che è certo è che un ritiro indolore da parte delle banche centrali sarà difficilissimo, se non impossibile. Bernanke e i suoi parlano di un calo graduale e lento dello stimolo - la parola sulla bocca di tutti a Wall Street è “*tapering*”<sup>179</sup> - per evitare che l'economia vada in crisi d'astinenza.

---

<sup>178</sup> Alan Greenspan (New York, 6 marzo 1926) è un economista statunitense. Fu per 18 anni, fino 31 gennaio 2006, Segretario del Comitato dei Governatori della Federal Reserve negli Stati Uniti. Greenspan viene visto come antiquato nel suo attaccamento al concetto di parità aurea e criticato per la sua difesa a spada tratta del *laissez-faire*. Guerrera scrive «Capito, Dott. Greenspan?» perché, secondo alcuni economisti oggettivisti, egli avrebbe deliberatamente agito in modo da minare il sistema della Federal Reserve, col risultato di accumulare di amministrazione in amministrazione un debito pubblico destinato a causare il collasso del sistema della FED stessa. (Fonte: wikipedia).

<sup>179</sup> Secondo l'opinione condivisa, Ben Bernanke annuncerà l'assottigliamento (il cosiddetto “*tapering*”) del programma di *quantitative easing* col quale, attualmente, la banca compra 85 miliardi di dollari in *asset* ogni mese. Il *chairman* della FED riequilibrerà la situazione annunciando che ogni futura mossa della FED dipende dall'andamento dell'economia

(Fonte: Financial Times, 18 Giugno 2013).

I mercati vivono un periodo di agitazione e si muovono in maniera inconsulta al minimo cenno di *tapering*, inoltre sembrano riluttanti nel voler riconoscere i miglioramenti dell'economia che stanno portando la FED a considerare la riduzione del piano di acquisti<sup>180</sup>. Tra l'altro, sembrerebbe che siano propensi a supporre, erroneamente, che qualsiasi forma di *tapering* comporti il minore interesse della banca centrale nei confronti della ripresa economica.

Dunque, Bernanke dovrà fare attenzione su entrambi i fronti combinando un messaggio ottimista sulla forza dell'economia tale da giustificare una riduzione degli aiuti e allo stesso tempo specificando che il *tapering* dipende dai miglioramenti registrati in ambito economico e non implica l'aumento dei tassi di interesse.

A settembre 2012 la Federal Reserve aveva annunciato la propria intenzione di voler continuare con gli acquisti fino a quando non si fosse materializzato un "sostanziale miglioramento" delle prospettive sul mercato del lavoro. Da allora, gli indicatori principali per il mercato del lavoro utilizzati dalla FED mostrano segni di miglioramento. Le proiezioni della banca centrale per la disoccupazione alla fine del 2013 sono state riviste al ribasso al 7.4%, rispetto al precedente 7.7%.

Anche sul fronte bancario, le cose in America continuano a migliorare: utili trimestrali record, riserve a fronte dei prestiti in sofferenza ai minimi dal primo trimestre 2007, fallimenti bassi come non accadeva dalla metà dell'anno successivo e qualità degli *asset* in miglioramento, sebbene il loro totale sia sceso per la prima volta dalla fine del 2010<sup>181</sup>. È questa la fotografia del comparto bancario americano scattata per il periodo gennaio-marzo 2013 dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), l'agenzia che garantisce i depositi in oltre settemila istituti di credito.

---

<sup>180</sup> Fonte: <http://www.forexinfo.it> articolo di Federica Agostini del 18 Giugno 2013

<sup>181</sup> Fonte: "Il Sole 24 Ore", versione cartacea del giorno 30 Maggio 2013, articolo di Stefania Spatti

È in simili numeri la prova di come le banche americane si stiano riprendendo dalla crisi finanziaria: gli utili netti trimestrali hanno raggiunto quota 40,3 miliardi di dollari, in rialzo di 5,5 miliardi (il 15.8%) sui 34,8 miliardi messi a segno dal comparto nello stesso periodo dell'anno scorso.

Le riserve accantonate per coprire potenziali perdite sui prestiti sono tornate a livelli pre-crisi. Gli americani tendono a rispettare i loro impegni con le banche, soprattutto quando si tratta di pagare le rate del mutuo: le perdite dovute a prestiti in sofferenza sono calate per l'undicesimo trimestre consecutivo a 16 miliardi di dollari, la cifra più bassa in quasi sei anni.

Il contributo maggiore è derivato dal miglioramento nei prestiti per i mutui residenziali. Nei primi tre mesi dell'anno, inoltre, solo quattro istituti sono falliti, il numero minimo dal secondo trimestre 2008. La “*Problem List*” dell'FDIC, l'elenco delle banche in difficoltà, si è ridotto per l'ottavo trimestre consecutivo da 651 a 612.

Nonostante il quadro incoraggiante, un messaggio improntato alla cautela è giunto dallo stesso presidente dell'agenzia di Martin Gruenberg<sup>182</sup>, che teme che le banche stiano assumendo rischi legati a investimenti in *asset* a lunga scadenza.

A questo punto, in considerazione dei miglioramenti sia nel mondo del lavoro, sia nel settore bancario, se la FED comunque continuasse a comprare ad un ritmo di 85 miliardi al mese è come se i vigili del fuoco decidessero di pompare più acqua su un fuoco in via di spegnimento. Ad un certo punto l'acqua farebbe più danni di quanti non ne avrebbe fatti il fuoco.

Andiamo verso il *tapering*?

A seguire, l'aggiornamento della vicenda al 20 Giugno 2013<sup>183</sup>.

---

<sup>182</sup> Martin J. Gruenberg è il 20esimo presidente della FDIC. Era stato nominato da Barack Obama per 5 anni ed è stato riconfermato dal Senato il 15 Novembre 2012 (fonte: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com) traduzione di Davide Benza).

<sup>183</sup> Fonte in lingua inglese originale: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130619a.htm>

Ed ecco che così, come previsto, il discorso di Bernanke che preannuncia il *tapering* non si è fatto attendere. E non ha usato mezzi termini.

La reazione<sup>184</sup> dei mercati la dice lunga sul fatto che il mondo della finanza non si aspettava un discorso così diretto.

Tassi ovviamente lasciati invariati al livello attuale, ma *quantitative easing* (QE) al capolinea. Fine prevista della politica monetaria espansiva non convenzionale tra 12 mesi (metà 2014). E in un amen le borse iniziano a scendere e, di conseguenza, i governativi USA fanno altrettanto, con rendimenti che subito salgono al 2.30%, tassi che sul decennale americano non si vedevano da un po'.

In sintesi ecco cosa ha detto Bernanke: non si è trattato di un vero “dietro front” sulla politica di QE, ma ha detto che se il tasso di disoccupazione USA continua a migliorare, verrà preso in esame l’assottigliamento degli acquisti oggi pari a 85 miliardi di USD al mese. Ecco qui, il *tapering*.

«Un assottigliamento che - parole di Bernanke - tenderà a portare il programma di acquisti al totale azzeramento a metà 2014.»

Questo è il dato che più sorprende: ci si aspettava una politica meno drastica, o quantomeno dichiarazioni più caute. Molti analisti prevedevano che il QE3 avrebbe chiuso ad inizio 2015. Invece il presidente della Federal Reserve anticipa un po' i tempi. La situazione peggiore sarebbe stata un ritiro prematuro tale da far crollare l'economia ed i mercati, disfacendo il progresso degli ultimi anni. Ed ecco il motivo per cui i mercati sono girati rapidamente in negativo nell'*intraday*. Però, allo stesso tempo, Bernanke ha lasciato un margine di dubbio, sostenendo che tutto questo «non è scritto sulla pietra» e che pertanto può cambiare nel tempo. Queste parole, invece, sono piaciute al mercato e le borse si sono riprese un po', comunque senza recuperare abbastanza, come vediamo dal grafico seguente.

---

<sup>184</sup> Fonte: <http://intermarketandmore.finanza.com/fomc-bernanke-annuncia-la-fine-del-quantitative-easing-tra-12-mesi-56196.html>



Le Borse europee hanno così chiuso tutte in rosso, travolte dall'ondata di vendite innescata dalle parole del presidente della Federal Reserve. Il Dax di Francoforte perde il 3,28% a 7.928,48 punti, il CAC 40 di Parigi cede il 3,66% a 3.698,93 punti, l'FTSE Mib di Milano arretra del 3,09% a 15.549,23 punti, l'FTSE 100 di Londra scende del 2,98% a 6.159,51 punti, l'IBEX di Madrid lascia sul terreno il 3,41% a 7.822,1 punti<sup>185</sup>.

A Milano, nel mirino sono finiti i titoli bancari, con Unicredit -4,09%, Intesa -4,60%, Monte Paschi -3,75%, Bpm -5,46%. Tracollo di Bper (-8,07%) dopo le indiscrezioni di stampa riguardo a un'ispezione di Bankitalia incentrata sulla qualità del portafoglio crediti<sup>186</sup>.

A rendere la situazione ancora più difficile hanno poi contribuito i dati negativi provenienti dalla Cina che a giugno ha registrato la contrazione della produzione manifatturiera peggiore degli ultimi nove mesi a questa parte.

<sup>185</sup> Fonte: <http://www.ilfoglio.it/soloqui/18720>

<sup>186</sup> Fonte: <http://www.ilgiornale.it/news/economia/giornata-negativa-borse-europee-male-anche-milano-928924.html>

Secondo un articolo di Jia Lynn Yang<sup>187</sup>, pubblicato da Hong Kong per il Washington Post del 21 Giugno 2013, infatti, il rallentamento della produzione cinese potrebbe rivelarsi un rischio anche per l'economia americana.

Le preoccupazioni per l'economia cinese sono in crescita, dato che la nuova leadership del Paese sembrerebbe, secondo gli esperti, non riuscire a gestire i problemi strutturali che sono venuti a crearsi negli anni.

Alcuni picchi record nei tassi bancari cinesi stanno evocando ricordi della carenza di credito che ha scosso l'economia degli Stati Uniti durante la crisi finanziaria. I risultati deludenti del settore manifatturiero hanno fornito un ulteriore segno negativo, causando ancor più allarmi.

Per anni, la Cina è stato visto come un esempio negli investimenti, erigendo scintillanti aeroporti, autostrade e intere città con un ritmo tale da sembrare che le avesse create dal giorno alla notte. Ma gli esperti dicono che l'impressionante crescita economica sia stata alimentata dal debito che i governi locali stanno lottando per rimborsare, specialmente se l'economia inizierà a rallentare.

«La Cina dipende dalla creazione di debito ogni nuovo giorno», ha detto Anne Stevenson-Yang, co-fondatore di J. Capital Research, una società di analisi con sede a Pechino.

Oltre a ciò, il vecchio metodo di assunzione del debito per guidare la crescita potrebbe perdere la sua potenza.

«Ci vuole molto più credito per produrre la stessa unità di *output* che era stato raggiunto cinque anni fa» ha detto Nicholas Lardy, un esperto di economia della Cina al Peterson Institute for International Economics.

Gli analisti dicono che la Cina rischia di entrare in un circolo vizioso. Più lentamente cresce l'economia, più difficile diventa ripagare i prestiti.

---

<sup>187</sup> Fonte: [http://m.washingtonpost.com/business/economy/chinas-economic-slowdown-emerges-as-risk-to-us-economy/2013/06/21/b467bc1a-da7b-11e2-a9f2-42ee3912ae0e\\_story.html](http://m.washingtonpost.com/business/economy/chinas-economic-slowdown-emerges-as-risk-to-us-economy/2013/06/21/b467bc1a-da7b-11e2-a9f2-42ee3912ae0e_story.html) (traduzione dall'inglese di Davide Benza)



Più aziende andranno in default, più le banche ritireranno il credito che potrebbe sostenere la crescita economica.

Gli ultimi eventi in Cina, la seconda più grande economia mondiale, sono osservati strettamente dagli economisti e investitori a causa degli stretti legami tra i Paesi. Il tasso bloccato e il rallentamento della produzione hanno contribuito alla volatilità nei mercati azionari degli Stati Uniti.

I leader cinesi hanno riconosciuto i problemi del proprio sistema finanziario, e il Presidente Xi Jinping ha promesso di riformare l'economia del Paese in modo da riequilibrare le fonti di crescita della Cina, da un'economia dipendente dall'investimento speculativo e immobiliare ad una più incentrata sui consumi.

«Crediamo che i nuovi dirigenti siano pienamente consapevoli dei rischi finanziari dell'economia», hanno scritto Zhiwei Zhang e Wendy Chen, economisti di Nomura, una banca di investimento cinese. «Dato che la loro permanenza al Governo durerà per 10 anni, essi sono disposti a tollerare qualche sofferenza a breve termine, al fine di raggiungere gli obiettivi di lungo termine della politica, ovvero prevenire le crisi finanziarie e fornire una crescita sostenibile.»

Ma c'è qualche disaccordo su quanto i leader cinesi abbiano effettivamente il controllo della situazione, e quanto bene essi possano gestire i pericoli politici se la popolazione resta senza lavoro o vede la propria ricchezza ridursi.

Stevenson-Yang ha detto che presto, anche le famose grandi riserve di dollari americani della Cina inizieranno a diminuire quando il Governo dovrà intervenire per rimodellare il suo sistema finanziario.

«È come inoltrarsi in un tunnel dove le pareti diventano sempre più strette.» - Ha detto. «Questa non è una crisi di liquidità. Questa è una crisi del debito, che è più sistemica e difficile».

Parte del problema è che il sistema finanziario della Cina è ancora relativamente immaturo, almeno rispetto ai Paesi sviluppati.

Il settore bancario è inondato di prodotti a breve termine offrono rendimenti elevati, ma che formano la spina dorsale di un sistema in gran parte non regolamentato. Tali prodotti, peraltro, vengono spesso investiti in attività rischiose quali il settore immobiliare.

La crescita nel settore bancario “ombra” è stata astronomica. Nel 2008, era stimato attorno al trilione di renminbi (che equivalgono a circa 163 miliardi di dollari). Secondo quanto riportato da Nicholas Borst, in un recente documento del Peterson Institute for International Economics, alla fine dello scorso anno, tale importo era cresciuto a più di 7,1 trilioni renminbi, o circa 1,16 trilioni di dollari.

I tassi di interesse sui tradizionali depositi al risparmio sono così bassi in Cina che molti cinesi hanno iniziato ad acquistare prodotti rischiosi nella speranza di guadagnare di più. Tali prodotti finanziari rischiosi sono ormai così diffusi che vengono persino pubblicizzati sui telefoni cellulari.

La situazione è così potenzialmente pericolosa che Xiao Gang, il Presidente del Consiglio della banca di Cina, all'inizio del 2013 ha pubblicato un documento ufficiale in cui arriva persino a sostenere che i prodotti finanziari cinesi rischiosi potevano essere paragonati ad «uno schema di Ponzi».<sup>188</sup>

Eppure, c'è ancora chi crede che il Governo cinese riuscirà a sistemare la situazione prima che questa vada completamente a rotoli.

«A differenza del sistema bancario in altri Paesi, la maggior parte delle banche cinesi sono di proprietà dello Stato.... Le risorse che il governo centrale può offrire sono abbondanti.» Ha detto Chen Gong, fondatore e capo ricercatore della Pechino Anbound Consulting. Le banche cinesi «potranno anche trovarsi sull'orlo del precipizio, ma non cadranno mai.»

---

<sup>188</sup> Lo schema Ponzi è un modello economico di vendita truffaldina che promette forti guadagni alle vittime a patto che queste reclutino nuovi "investitori", a loro volta vittime della truffa (da wikipedia).

Concludiamo con una nota sul “passaggio di consegne” di Bernanke a gennaio. Si è rifiutato di affrontare le tematica della speculazione sul suo eventuale abbandono dalla poltrona di capo della FED: «Abbiamo passato due giorni a parlare di politica monetaria e vorrei che si parlasse di quello. Non ho nulla da dire sul mio personale futuro». Ma ormai è data per certa la sua partenza. Al suo posto una donna: Janet Yellen.

A questo punto esistono sostanzialmente due complicazioni: la prima, minore, è l’inflazione; in merito Bernanke è stato chiarissimo: «al momento non è un problema». La seconda complicazione, invece, è rappresentata dall’aumento dei rendimenti sui titoli di Stato.

Ma la caduta all’Inferno non dovrà avvenire per forza. Se l’ala più ottimista di chi fa pronostici ha ragione, gli USA sono sull’orlo di una crescita robusta e sostenibile, anche senza gli aiuti della FED. I dati sulla disoccupazione usciti il 7 Giugno 2013 non sono ottimi ma nemmeno terribili, quindi parrebbero almeno in parte incoraggianti.

Persino il Giappone sembra pronto a rialzarsi dopo 20 anni di ristagno grazie all’«Abenomics» - la politica economica super-aggressiva del nuovo primo ministro Shinzo Abe.

L’Europa è un’altra storia. Per sperare nella crescita europea nei prossimi anni non basta essere ottimisti, bisogna essere panglossiani<sup>189</sup>.

L’unica speranza è che la ripresa americana e la forza dei mercati emergenti – guidati, se ce la fa, dalla Cina – spingano le esportazioni italiane, spagnole e tedesche, colmando il vuoto lasciato dalla domanda interna. Non è impossibile ma non è nemmeno molto probabile.

Con questa considerazione finale, che torna “geograficamente” al punto di partenza, il cerchio si chiude.

---

<sup>189</sup> Abbiamo visto nei precedenti capitoli che la visione panglossiana è quella concezione economica secondo la quale ci troveremmo già nella migliore delle configurazioni possibili, in grado di funzionare in maniera autonoma, senza necessità di interventi mirati.

## CONCLUSIONE

La crisi del debito pubblico è un argomento vasto. “Veramente vasto. Non riuscireste mai a credere quanto enormemente incredibilmente spaventosamente vasto esso sia. Voglio dire, magari voi pensate che andare fino alla vostra farmacia sia un bel tratto di strada, ma quel tratto di strada è una bazzecola in confronto”<sup>190</sup> al problema del debito pubblico.

Per rendere l’idea, vorrei riportare un breve aneddoto. Avevo appena completato quella che pensavo sarebbe stata l’ultima frase dell’ultima pagina dell’ultimo capitolo della mia tesi, quando, dopo una giornata passata davanti allo schermo, mio padre è tornato a casa e mi ha chiesto:

«Hai letto che Bernanke ha annunciato la fine della politica monetaria espansiva americana?»

“*A never ending story*” - ho pensato, di primo acchito. Poi però, riflettendo meglio, mi sono reso conto che avevo di fronte a me una grande opportunità: quella di poter ragionare, per una volta, col “senno di poi”. Se fosse stato vero quel che avevo appena finito di scrivere nella tesi, le borse avrebbero dovuto registrare un calo eccezionale.

Dopo una rapida verifica<sup>191</sup>, ecco la conferma: le borse erano crollate.

Ho percepito quella appagante condizione spirituale di chi ha conseguito un obiettivo desiderato e si sente intimamente soddisfatto<sup>192</sup>.

Concluderei, quindi, con alcune considerazioni personali.

La mia professoressa di italiano delle superiori sosteneva che «la cultura è il modo di pensare che resta quando si è dimenticato tutto quello che si è studiato “a pappagallo”» e sono molto affezionato a questo concetto.

---

<sup>190</sup> Douglas Adams, Guida galattica per gli autostoppisti, Mondadori 1999

<sup>191</sup> Fonti: <http://www.usatoday.com/story/money/markets/2013/06/20/stocks-thursday/2440553/>  
<http://www.marketwatch.com/story/bernanke-out-by-august-qe-ends-rates-up-crash-2013-05-22>

<sup>192</sup> Definizione di “soddisfazione” tratta da: [http://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/S/soddisfazione.shtml](http://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/S/soddisfazione.shtml)

Nel giro di qualche anno (forse meno), non ricorderò più nemmeno un dato tra quelli che ho digitato in questo elaborato, ma il mio modo di affrontare gli argomenti economici sarà comunque fortemente influenzato da tutto quello che ho appreso. Quindi: cosa ho appreso?

Anzitutto ho imparato a dubitare e a informarmi sempre meglio. Se si vuole avere un quadro completo allo scopo di padroneggiare un argomento, una fonte sola non è mai sufficiente. Ma (ed è questo il bello!) non lo sono nemmeno mille: se bastasse leggere tanti libri e tanti giornali per risolvere i problemi economici, le crisi non dovrebbero esistere.

Quel che possiamo fare è stare svegli ed evitare di prendere per buono quanto ci viene propinato dai mass-media, insomma, ragionare ognuno con la propria testa. E questo implica chiedersi il perché di ciò che ci circonda. Perché la politica di austerità? Perché il debito pubblico è troppo alto o perché la cancelliera Merkel vuole essere rieletta? Perché la crisi di Cipro? Perché il sistema bancario è troppo grande o perché ai russi fa comodo avere un paradiso fiscale dove depositare i fondi neri? E così via.

Quando tutti la pensano in un certo modo, non è detto che sia il modo corretto di pensare. Questo, però, lo sapevamo già dai tempi di Galileo Galilei; eppure a volte, può essere vero anche il contrario, quindi bisogna saper mettere in discussione tanto gli altri quanto sé stessi. Da studioso di economia ho compreso soprattutto questo, mentre piano piano diventavo sempre meno uno studente e sempre più un imprenditore. Da imprenditore, invece, ho imparato che i grafici, i calcoli, le statistiche e le teorie devono sempre far i conti con un fattore ben più importante: il fattore umano.

Nell'era del digitale, di Internet e dei social network, della genetica e del cannibalismo finanziario, a far la differenza sono ancora le persone.

## Bibliografia:

- *aDvanCe*, 2002, *Analisi di bilancio, valutazioni, rating e simulazioni*, terza edizione, IPSOA
- Afonso, A., Furceri, D. and P. Gomes, 2011. *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data*. ECB Working Paper, Series, n. 1347
- Aizenman, J., Hutchison, M. M., and Y. Jinjara, 2011. *What is the risk of european sovereign debt defaults? Scale space, cds spreads and market pricing of risk*. NBER Working Papers Series, n. 17407
- Altman, E.I. and H.A. Rijken, 2004. *How rating agencies achieve rating stability*. *Journal of Banking and Finance*, 28: 2679-2714
- Amisano, G. and O. Tristani, 2011. *Disentangling fundamentals and contagion in euro area sovereign bond spreads*, European Central Bank, mimeo
- Arezki, R., Candelon, B. and A. Sy, 2011. *Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis*. IMF Working Paper Series, n.11/68
- Arghyrou, M.G. and A. Kontonikas, 2010. *The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion*. Cardiff Economics Working Paper, N.E2010/9.

- *Attinasi, M.G., Checherita, C., and C. Nickel, 2009. What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-2009? ECB Working Paper Series, n. 1131*
- *Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M. and R. Setzer, 2009. Determinants of intra-euro-area government bond spreads during the financial crisis. European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers, N. 388.*
- *Beber, A., Brandt, M. and K. Kavajecz, 2009. Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the euro-area bond market. Review of Financial Studies, 22: 925-957*
- *Becker B. e Milbourn T., 21 Giugno 2009, Reputation and competition: evidence from the credit rating industry, Harvard Business School*
- *Belke A., Schnabl G., Zemanek H., 2009, German Institute for economic Research, Discussion Papers 937: Real Convergence, Capital Flows, and Competitiveness in Central and Eastern Europe*
- *Boeri T. e Faini R., 2006, Perché non diremo addio all'euro*
- *Borgy, V., Laubach, T., Mésonnier, J.-S. and J.-P. Renne, 2011. Fiscal sustainability, default risk and euro area sovereign bond spreads. Banque de France Working Paper Series, n. 350*

- *Cantor, R., 2001. Moody's Investors Services response to the consultative paper issued by the Basel Committee on Bank Supervision. A new capital adequacy framework. Journal of Banking and Finance 25: 171.185*
- *Codogno, L., Favero, C.A. and A. Missale, 2003. Yield spreads on EMU government bonds. Economic Policy, 18: 503.532.*
- *De Grauwe P., 2005, The Economics of Monetary Union, sixth revised edition, OUP, Oxford*
- *De Grauwe P., 2006, On Monetary and Political Union, May mimeo Catholic University of Leuven*
- *De Laurentis G., 2001, Rating interni e credit risk management, Bancaria Editrice*
- *Dittrich F., 2007, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*
- *Douglas Adams, 1999, Guida galattica per gli autostoppisti, Mondadori*
- *Ejsing, J. and W. Lemke, 2011. The janus-headed salvation: Sovereign and bank credit risk premia during 2008-2009. Economics Letters, 110: 28.31*
- *Ejsing, J., Lemke, W. and E. Margaritov, 2011. Sovereign bond spreads and fiscal fundamentals, a real-timemixed-frequency approach. Mimeo*



- Ericsson, J. and O. Renault, 2006. *Liquidity and credit risk. Journal of Finance*, 61: 2219-2250
- European Commission, 1993, “Stable money, Sound Finances, Community Public Finance in the Perspective of EMU”, *European Economy*, n. 53
- Favero, C.A., Pagano, M. and E.-L. Von Thadden, 2010. *How does liquidity affect government bond yields? Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45: 107-134
- Gande, A. and D. Parsley, 2005. *News spillovers in the sovereign debt market. Journal of Financial Economics*, 75: 691-734
- *Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea*, 2006, *Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito*, 11 Marzo 2006
- Gerlach, S., Schulz, A. and G.B. Wolf, 2010. *Banking and sovereign risk in the euro area. CEPR Discussion Paper*, n. 7833
- Granger, C. W. J., 2001. *Spurious regressions in econometrics. In A Companion to Theoretical Econometrics*, ed. B. Baltagi. Blackwell Publishers, 2001.
- Granger, C.W.J., N. Hyung, and Y. Jeon, 2001. *Spurious regressions with stationary series. Applied Economics*, 33: 899-904

- Hill C.A., 2003, *Regulating the rating agencies; Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper, n. 452022, Georgetown University Law Center*
- Klau M. & Mihaljek D., 2003, *The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: a disaggregated Analysis, BIS WP n° 143*
- Kräussl, R. (2005). *Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises? Journal of Financial Stability, 1: 355-385*
- Krugman P., 1991, *Geography and Trade, MIT Press, Cambridge, Mass*
- Krugman P., 1993, *Lessons of Massachusetts for EMU, in Torres F. and Giavazzi F., eds., Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press, Cambridge*
- Krugman P. and Venables A., 1996, “Integration, Specialization, and Adjustment”, *European Economic Review, 40, 959-967*
- Kuhner C., 2001, *Financial rating agencies: are they credible?, Schmalenbach Business School, Vol.53, Gennaio 2001, pp. 2-26*
- Laubach, T. (2009). *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt. Journal of the European Economic Association, 7: 858-885*
- Longstaff, F. A., 2004. *The flight to liquidity premium in U.S. Treasury bond prices. Journal of Business, 77: 511-526*

- Manganelli, S. and G. Wolswijk, 2009. *What drives spreads in the euro area government bond market?* *Economic Policy*, 24: 191-240
- McCauley, R.N., 1999. *The euro and the liquidity of European fixed income markets.* *BIS CGFS Publication*, n. 11
- Milbourn B.B.T., 2008, *Reputation and Competition: evidence from the credit rating industry*, *Working Paper 09-051*, Harvard Business School.
- Monfort, A., and J.-P. Renne, 2011. *Credit and liquidity risks in euro-area sovereign yield curves.* *Banque de France Working Papers*, n. 352
- Montalvo, J.G., 1995. *Comparing cointegrating regression estimators: Some additional Monte Carlo results.* *Economics Letters*, 48: 229-234
- Napoleoni L., 2009, *La Morsa, Vere Ragioni della crisi mondiale*, *Chiarelettere*
- Praussello F., 2004, *Assessing the Impact of Enlargement on the Eurozone*, *Financial International Economics*, LVII, 11-39
- Reinhart, C., 2002. *Default, currency crisis, and sovereign credit ratings.* *NBER Working Paper Series*, n. 8738
- Reisen, H. and Maltzan, J., 1999. *Boom and bust and sovereign ratings.* *International Finance*, 2: 273-293.
- Roubini N., 2006, *L'Italia e il rischio Argentina, Italy and the Euro*
- Schwarz, K, 2010. *Mind the gap: Disentangling credit and liquidity in risk spreads.* *Mimeo*

## **Altre fonti:**

- *“The Economist”*, n°5, 11 Giugno 2013, *“America’s European moment”*
- *“Financial Times”*, 18 Giugno 2013
- *“Libero”*, 4 Giugno 2013, art. di Giuliano Zulin
- *“Il Corriere della Sera”*, 21 Maggio 2013, art. di Danilo Taino
- *“Il Corriere della Sera”*, 7 Giugno 2013, art. di Sarcina Giuseppe
- *“Il Sole 24 Ore”*, 2 Maggio 2012, art. di Luca Veronese
- *“Il Sole 24 ore”*, 24 Gennaio 2013, artt. di: Maria Longo e Fabio Pavesi, Cesare Peruzzi e Riccardo Sabbatini, Rossella Bocciarelli, Mario Platero
- *“Il Sole 24 Ore”*, 6 Febbraio 2013, n° 36
- *“Il Sole 24 Ore”*, 20 Marzo 2013, art. di Umberto Mancini
- *“Il Sole 24 Ore”*, 26 Marzo 2013, artt. di: Alberto Quadrio Curzio, Roberto Bongiorno, Carlo Bastasin, Isabella Bufacchi, Antonella Scott, Morya Longo, Carlo De Benedetti, Walter Riolfi
- *“Il Sole 24 Ore”*, 30 Maggio 2013, artt. di: Stefania Spatti, Nicoletta Picchio
- *“Il Sole 24 Ore”*, 3 Giugno 2013, art. di Riccardo Realfonzo e Stefano Perri
- *“Il Sole 24 Ore”*, 6 Giugno 2013, art. di Adriana Cerretelli
- *“IL, rivista mensile”*, Venerdì 10 Maggio, art. di Rolla Scolari

- *“La Stampa”, 20 Marzo 2013, art. di Francesco Spini*
- *“La Stampa”, 6 Giugno 2013*
- *“La Stampa”, 10 Giugno 2013*
- *“Il Foglio quotidiano”, 29 Marzo 2013, art. di Alberto Brambilla*
- *“Milano Finanza”, 12 Aprile 2013*
- *“Milano Finanza”, 14 Maggio 2013, art. di Guido Salerno Aletta*
- *“Il Mondo”, 3 Maggio 2013, art. di Pietro Romano*
- *“La Repubblica”, 29 Aprile 2013, art. di Federico Rampini*
- *“La Repubblica”, 3 Giugno 2013, art. di Federico Rampini*
- *Morgan Stanley Research; BCE datastream*
- *Morgan Stanley Research; Bank for International Settlements*
- *Real-World Economics Review Blog*
- *Bollettino ufficiale BCE e Eurostat*
- *EuroNews*
- *McKinsey Global Institute, Haver Analytics, National central banks*
- *Centro Argentino de Estudios Internacionales, Programa Integración Regional*
- *Materiali per il corso di “Economia dei sistemi finanziari”, Università di Siena (A.A. 2011-2012), Parte IIc, Crisi finanziarie sistemiche – La crisi finanziaria del 2007*

## Sitografia:

- <http://www.bancaditalia.it>
- <http://www.banchestere.it>
- <http://www.istat.it>
- <http://www.economist.com>
- <http://it.reuters.com>
- <http://www.reuters.com>
- <http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu>
- <http://www.ilsole24ore.com>
- <http://www.radio24.ilsole24ore.com>
- <http://www.rendimentobtp.it>
- <http://www.milanofinanza.it>
- <http://www.teleborsa.it>
- <http://it.notizie.yahoo.com>
- <http://news.yahoo.com/rss/business>
- <http://news.google.com>
- <http://www.foxbusiness.com>
- <http://www.mof.go.jp>
- <http://www.nta.go.jp>
- <http://europa.eu/>

- <http://www.moody.com>
- <http://www.fitchratings.it>
- <http://www.standardandpoors.com>
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.ecostampa.it>
- <http://www.corriere.it>
- <http://www.repubblica.it>
- <http://www.ilfoglio.it>
- <http://www.lastampa.it>
- <http://www.ilgiornale.it>
- <http://www.ilmessaggero.it>
- <http://www.panorama.it>
- <http://www.forexinfo.it>
- <http://www.forexpertutti.net>
- <http://www.wikipedia.it>
- <http://www.wikipedia.com>
- <http://www.illaboratorio.net>
- <http://www.fiscooggi.it>
- <http://www.finanza.com>
- <http://www.intermarketandmore.finanza.com>

- <http://www.washingtonpost.com>
- <http://www.federalreserve.gov>
- <http://www.levyinstitute.org/>
- <http://www.ispionline.it>
- <http://it.advviseonly.com>
- <http://www.imf.org>
- <http://iusletter.com>
- <http://sibileau.com>
- <http://www.tg3.rai.it>
- <http://www.agi.it>
- <http://www.linkiesta.it>
- <http://www.investireoggi.it>
- <http://www.cadoinpiedi.it>
- <http://www.blitzquotidiano.it>
- <http://www.liberoquotidiano.it>
- <http://www.momentosera.it>
- <http://www.scenarieconomici.it>
- <http://www.iltempo.it>
- <http://italiaora.org>
- <http://it.ibtimes.com>



- *<http://www.guardian.co.uk>*
- *<http://www.usatoday.com/>*
- *<http://www.caei.com.ar>*
- *<http://www.rgemonitor.com>*
- *<http://www.dominosolutions.it>*
- *<http://www.news-republic.com>*
- *<http://www.bespokeinvest.typepad.com/>*
- *<http://www.lavoce.info>*
- *<http://www.adnkronos.com>*
- *<http://www.businessweek.com>*
- *<http://www.businessonline.it/>*
- *<http://www.blogfinanza.com>*
- *<http://www.financialstabilityboard.org>*
- *<http://www.marketwatch.com>*

## Ringraziamenti<sup>193</sup>

Anche stavolta, desidero ringraziare *in primis* mio padre **Danilo**: se per la prima tesi<sup>194</sup> mi ha aiutato economicamente e sul piano della forza di volontà per proseguire questa mia avventura universitaria, stavolta si è persino premurato di seguire i clienti che non avevo il tempo di curare nei giorni di studio; grazie Pa'!

Un ringraziamento simile va anche alla mia ragazza, **Silvia** “Vamos a Bailar” **Scardetta**, che ha passato (troppe) domeniche ad aiutarmi, svolgendo persino qualche ricerca per me e, soprattutto, mi è stata sempre vicina in tutte le situazioni; ci meritiamo una vacanza ora!

Un ringraziamento va anche alla mia prof.ssa di matematica **Serena Modena** e al suo futuro marito, del quale sarò testimone di nozze: **Roberto** “Scarezzi” **Scarella**; un compagno di studi prezioso durante la laurea triennale che, una volta diventato promotore finanziario, è stato la mia *vera* fonte per il completamento di questo elaborato.

Altrettanto posso dire di **Roberto** “l'enfatico” **Berio**: oltre ad aver studiato con me durante tutto il percorso di studi della laurea magistrale, mi ha fornito una grande quantità di materiali da elaborare.

Ringrazio, infine, l'architetto **Valeria Sassi**, il dentista **Andrea Oddo**, il violinista **Stefan Marinescu**, l'agronomo **Enrico Leva**: un gruppo decisamente disomogeneo di persone che ho, loro malgrado, coinvolto in discussioni economiche, sino a farli arrivare al punto (di saturazione, forse) di fornirmi ulteriori fonti.

---

<sup>193</sup> Fonte: <http://www.benza.it/Davide/ringraziamenti2.html>

<sup>194</sup> Fonte: <http://www.benza.it/Davide/ringraziamenti.html>