

Venti Anni di Euro: una settimana per capire il passato e immaginare il futuro

RISCHIO DI RIDENOMINAZIONE DELL' AREA EURO E IMPATTO SUL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

di Annalisa Di Clemente



RISCHIO DI RIDENOMINAZIONE DELL'AREA EURO E IMPATTO SUL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

di Annalisa Di Clemente

Il progetto di un'unione monetaria europea ha accresciuto nel tempo la fiducia dei mercati finanziari internazionali nella solidità dell'eurosistema conducendo ad un progressivo appiattimento dei rischi legati ai singoli paesi e trasferendoli a livello comunitario.

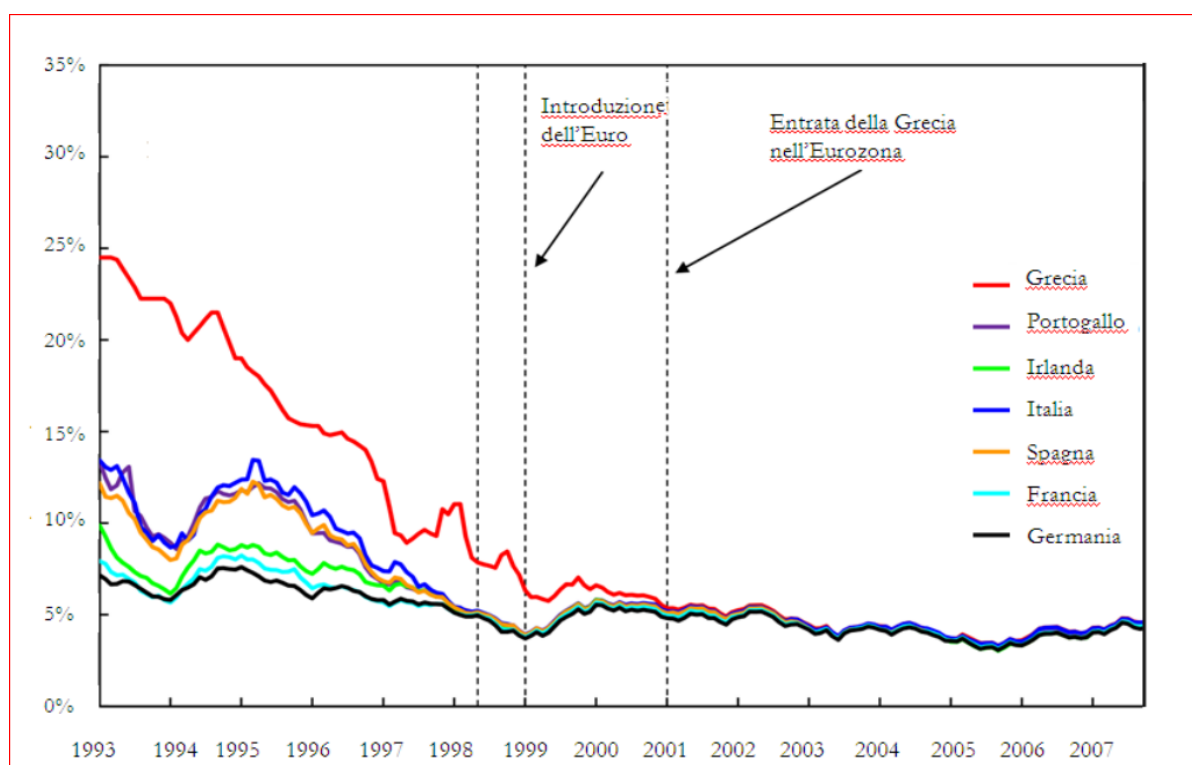
Infatti, dalla firma del Trattato di Maastricht (1992)¹ i rendimenti relativi ai debiti sovrani dell'area euro hanno iniziato a convergere (vedi grafico 1) raggiungendo la parità con l'entrata in vigore dell'euro (1999)².

¹ L'adesione, dei paesi all'UEM segue due principi: innanzitutto, deve trattarsi di un processo graduale; il trattato, infatti, non specifica un calendario particolare per l'adesione all'area dell'euro, ma lascia agli Stati membri la facoltà di elaborare le loro strategie per soddisfare i criteri per l'adozione dell'euro. L'adesione è inoltre subordinata al soddisfacimento dei "criteri di convergenza", noti anche come i "criteri di Maastricht" concordati nel Trattato del 7 febbraio 1992 e considerati alla base dell'integrazione monetaria. Essi riguardano: i) il tasso di inflazione a lungo termine che non deve superare di più dell'1,5% la media dei tre tassi di inflazione più bassi degli Stati membri; ii) il tasso di interesse a lungo termine che non deve superare di più del 2% la media osservata nei tre paesi con la minore inflazione; iii) l'adesione al Meccanismo del tasso di cambio (*Exchange Rate Mechanism*, ERM); inoltre occorre che: iv) il paese candidato non abbia subito una svalutazione durante i due anni precedenti all'entrata nell'Unione; v) il disavanzo di bilancio pubblico non superi il 3% del PIL; l'art. 104 prevede, però, un'attenuante per le deviazioni a questa norma che "dovranno avere carattere eccezionale e temporaneo, e rimanere comunque vicine al valore di riferimento"; vi) il debito pubblico non può superare il 60% del PIL. In caso contrario, dovrebbe "diminuire sufficientemente fino al valore di riferimento con una soddisfacente rapidità" (art. 104 C(b)).

² L'avvento dell'Euro nel gennaio 1999 può essere qualificato come un evento epocale: per la prima volta nella storia, diversi Paesi sovrani rinunciarono volontariamente alla propria indipendenza monetaria nell'obiettivo di favorire l'integrazione economica. L'Euro rappresenta quindi un esperimento storicamente senza precedenti, il cui esito ha avuto e continuerà ad avere implicazioni di vastissima portata.

L'Euro è attualmente la valuta ufficiale di 19 dei 28 Stati membri dell'UE, la cosiddetta Eurozona. Questi sono, in ordine di adesione: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Finlandia (1999), Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro, Malta (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011), Lettonia (2014) e Lituania (2015). Tutte le nazioni all'interno dell'UEM sono soggette alla politica monetaria imposta dalla Banca centrale europea, ma per quanto attiene alla politica fiscale (entrate e spese pubbliche) la competenza rimane delle singole autorità nazionali; però, con l'introduzione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC), le manovre in ambito fiscale di ogni nazione, dovranno comunque essere assoggettate al principio della convergenza. I membri dell'UEM conservano, inoltre, il pieno controllo delle loro politiche economiche nazionali, ma concordemente agiscono al fine di raggiungere obiettivi economici comuni.

Grafico 1. Evoluzione dei differenziali di rendimenti dei titoli sovrani dei paesi periferici (PIIGS) e di Francia e Germania dal 1993 al 2007



Fonte: Minenna, 2015

Questo livellamento dei rischi ha portato a sottovalutare l'eterogeneità dei paesi membri e con essa i rischi connessi.

In particolare, il sistema finanziario internazionale ha sottovalutato, fino allo scoppio della crisi del 2008 (iniziata come crisi dei mutui sub-prime statunitensi), il "rischio di sostenibilità" dei paesi economicamente e finanziariamente più fragili dell'area, i cosiddetti PIIGS o paesi periferici (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna).

Inoltre, va ricordato come nel 2007, ossia a quasi un decennio dall'avvio della moneta unica (1999), solo pochi paesi registravano saldi di bilancio vicini al pareggio in termini strutturali, ossia trascurando gli effetti del ciclo economico sulle entrate e sulle spese pubbliche. In alcuni casi, il debito pubblico era ancora su livelli eccessivamente elevati rispetto al prodotto interno lordo.

Nonostante tali squilibri di finanza pubblica, fino allo scoppio della crisi del 2008, i differenziali di rendimento tra i titoli di stato all'interno dell'area euro erano prossimi allo zero (vedi Grafico 1).

A determinare i **differenziali di rendimento dei titoli di stato** dell'area euro concorrono **due componenti**: una **"nazionale"** ed una **"europea"**.

La "componente nazionale" è legata alla debolezza dei fondamentali economici e della finanza pubblica del paese in questione e riflette il cosiddetto **"rischio di sostenibilità"** del paese.

La "componente europea" del differenziale di rendimento dei titoli di stato è invece rappresentata dall'incompletezza del disegno istituzionale dell'area euro e dai **timori di rottura dell'unione monetaria** espressi dal cosiddetto **"rischio di ridenominazione"**.

La **"crisi della valuta unica"** ha avuto modo di manifestarsi pienamente allo scoppio della **"terza fase"** della crisi finanziaria europea, quella dei **"titoli sovrani"** di inizio 2010, iniziata con la scoperta della grave situazione della finanza pubblica della Grecia e con il **successivo contagio** ai paesi dell'area euro economicamente più deboli, ossia caratterizzati da: i) eccessivo indebitamento pubblico o privato; ii) squilibrio dei conti con l'estero; iii) scarsa competitività; iv) bassa crescita economica. Le tensioni sono state inoltre acuite dallo scoppio della bolla immobiliare e dai conseguenti dissesti bancari in Irlanda.

Impossibilitata a collocare i propri titoli sul mercato finanziario internazionale, nel maggio del 2010 la Grecia ha dovuto ricorrere **all'aiuto finanziario** dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale.

Nei mesi successivi, anche l'Irlanda (novembre 2010) ed il Portogallo (aprile 2011) richiesero il medesimo tipo di aiuto finanziario alla Troika (UE, BCE, FMI).

L'**impatto** della “crisi del debito sovrano” in Europa è stato **diverso** da paese a paese. Mentre i tassi di interesse sui titoli di stato sono diminuiti in Germania fino ad arrivare ad un livello del 2% circa, questi sono aumentati in maniera vertiginosa in Grecia, Portogallo, Irlanda e, seppure in misura minore, anche in Spagna e Italia (fino alla prima metà del 2011).

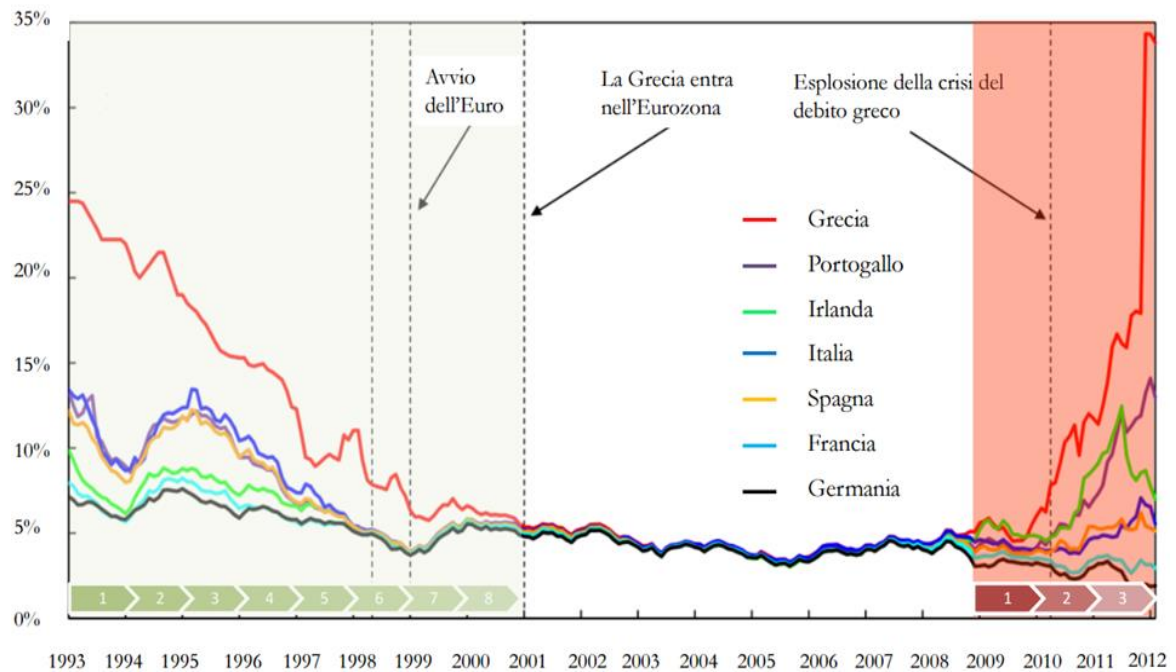


Figura 3. Divergenza dei tassi di interesse dei titoli di stato a 10 anni emessi dai paesi dell’EZ.

I differenziali di rendimento tra i titoli di stato dell’area euro si sono ampliati repentinamente nella seconda metà del 2011; quello tra i titoli pubblici decennali italiani e tedeschi, ancora inferiore ai 200 punti base nel primo semestre del 2011, raggiungeva i 550 punti base nel successivo mese di novembre del 2011.

L’incremento del **rischio d’insolvenza** percepito sui PIIGS da parte degli investitori internazionali ha fatto sì che i **capitali** si spostassero dai PIIGS ai paesi CORE dell’area Euro attraverso le operazioni di disinvestimento nei titoli emessi dai paesi più rischiosi ed acquisto dei titoli dei paesi più sicuri.

La **perdita di fiducia** degli investitori è stata aggravata dal timore e dai *rumors* che i titoli sovrani dei paesi PIIGS denominati in euro sarebbero stati **ridenominati** in una nuova valuta ad un **tasso di cambio svalutato**.

La **“fuga”** dei capitali dai PIIGS ai paesi CORE³, il fenomeno del **flighy to quality**, ha ridotto gli oneri finanziari delle nazioni core permettendo loro di godere di un “premio di sicurezza”, mentre ha incrementato gli oneri finanziari delle nazioni vulnerabili (quelle periferiche) indebolendo ulteriormente la loro solvibilità.

L'assenza di una **“unione completa”** è stata la causa dell'amplificazione della crisi europea innescata dal cambiamento della percezione degli investitori internazionali sulla solvibilità dei paesi periferici dell'area euro.

La **“crisi della valuta unica”** ha infatti avuto modo di manifestarsi pienamente nella **seconda metà del 2011** scaricandosi in particolare sui **sistemi bancari** dei paesi con alto debito pubblico.

La percezione di accresciuta rischiosità dei titoli pubblici dei paesi finanziariamente ed economicamente più deboli si trasferiva quindi agli **attivi** delle **banche** che detenevano **ampie quantità di quei titoli**, tipicamente le **banche domestiche**, razionando drasticamente la liquidità a loro disposizione sui mercati all'ingrosso e rendendole più dipendenti dal rifinanziamento presso la BCE.

La specifica debolezza attribuita a quei sistemi bancari si ripercuoteva a sua volta sulla valutazione dei rispettivi “titoli sovrani” e della loro capacità di sostenere con risorse pubbliche l'eventuale crisi di una o più banche nazionali.

Nello stesso periodo, in Italia e nei paesi colpiti dalle tensioni, peggioravano bruscamente le condizioni di provvista all'ingrosso delle

³ I paesi Core sono tipicamente: Belgio, Francia, Germania, Finlandia e Paesi Bassi.

banche, il cui **merito di credito** veniva assimilato a quello dei rispettivi paesi sovrani; si inaridivano i collocamenti di obbligazioni bancarie, soprattutto di quelle non garantite; perdevano spessore anche i mercati dei certificati di deposito e della carta commerciale. Il costo della raccolta bancaria aumentava e si ampliavano significativamente nel mercato monetario i differenziali tra i tassi di interesse a brevissimo termine corrisposti dalle banche italiane e quello medio europeo.

A fronte di questi avvenimenti si fece strada la consapevolezza che per spezzare il **circolo vizioso** esistente **tra rischio sovrano e rischio bancario** occorreva **unificare le banche europee** soprattutto agli occhi degli investitori internazionali.

In altre parole, era necessario dare vita ad un'unione bancaria europea in cui la "risoluzione" di una banca in crisi è affare comune dell'unione monetaria e non del solo singolo stato coinvolto.

La stretta relazione tra rischio sovrano e rischio bancario

Con **rischio sovrano** si fa riferimento alla **probabilità d'insolvenza di un prestatore sovrano** espressa dal suo livello di merito creditizio o *credit rating*.

L'eventualità che uno Stato non sia in grado, o non trovi conveniente, onorare una sua posizione debitoria è legata alla possibilità che questo, per un significativo periodo di tempo, registri un saldo negativo in bilancio.

Le cause alla base di uno squilibrio fiscale possono rinvenirsi in un'eccessiva spesa pubblica, dovuta per esempio al finanziamento pubblico di progetti non economicamente redditizi, e/o in entrate fiscali insufficienti dovute ad una brusca recessione economica, come accaduto in Spagna, o ad un'elevata evasione fiscale, come in Grecia.

Anche i **mercati finanziari**, agendo sulle **aspettative** di *default*, sono in grado di minare alla stabilità del debito sovrano. Infatti, un giudizio negativo sulla qualità del debitore induce gli operatori a richiedere tassi d'interesse più elevati innescando una pericolosa spirale negativa che potrebbe portare le aspettative di *default* a realizzarsi.

La crisi finanziaria e gli ingenti costi fiscali sopportati dagli stati per la stabilizzazione del settore bancario hanno portato alla luce i profondi squilibri tra i paesi membri e l'esistenza di una stretta e pericolosa relazione tra finanza privata e condizioni del debito sovrano.

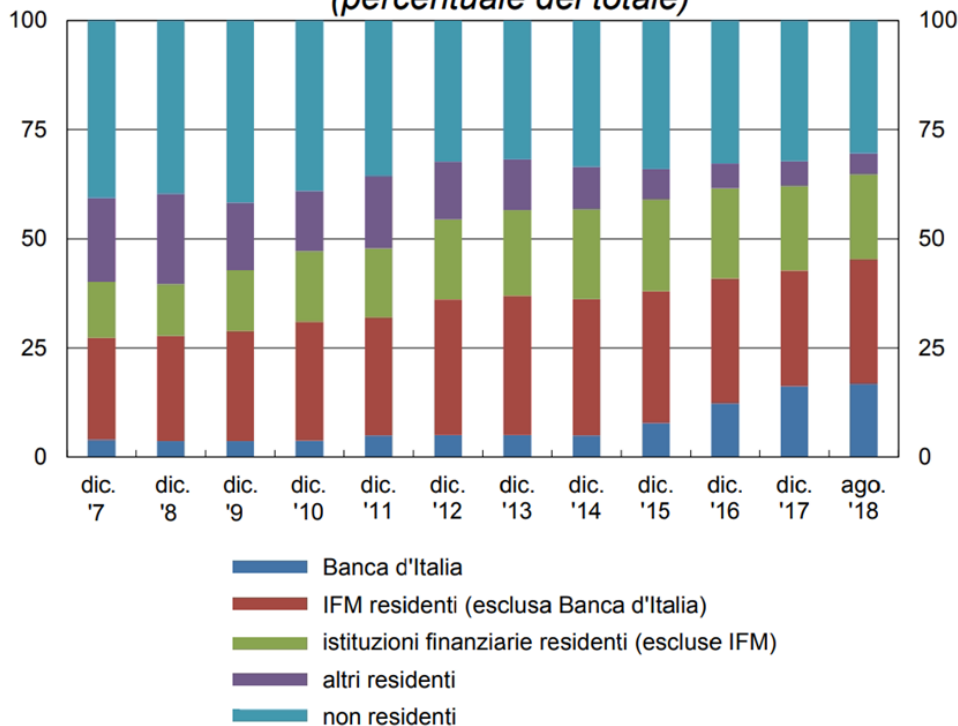
Allo stesso tempo, anche la relazione tra rischio sovrano e rischio bancario si è rivelata forte e capace di autoalimentarsi attraverso **diversi canali di trasmissione**.

Ricordando come il **rischio sovrano** costituisca per gli investitori la base di riferimento per la **valutazione dei rischi legati all'economia nazionale** nel suo complesso, la comprensione della natura della relazione esistente tra rischio sovrano e rischio bancario assume notevole rilevanza nell'analisi della solidità economico-finanziaria di un sistema paese.

Un **peggioramento del rischio sovrano** porta ad un inevitabile **deterioramento dei bilanci degli intermediari bancari**, grandi detentori di titoli pubblici. Cadute generalizzate dei prezzi dei titoli pubblici, massicciamente presenti nei bilanci bancari, aumentano la rischiosità bancaria ed il **costo del funding**. Inoltre, continue minusvalenze in bilancio possono condurre a **un'erosione** del **capitale bancario** ed accrescere la difficoltà degli intermediari nell'accedere a nuove fonti di finanziamento.

Figura 2

**Detentori del debito delle Amministrazioni pubbliche
(percentuale del totale)**



Fonte: Banca d'Italia, 2018

La centralità di questo canale di trasmissione è rappresentata dal fatto che i governi nazionali sono i principali prenditori sul mercato dei capitali, con una quota prossima al 60% del totale (McKinsey, 2014).

A sua volta l'alta propensione degli intermediari bancari ad investire sul debito sovrano deriva dal fatto che i titoli ad esso collegati sono percepiti come poco rischiosi ed altamente liquidi.

A conferma di ciò, anche la regolamentazione prudenziale garantisce alle banche esposte verso i titoli sovrani un trattamento preferenziale per quanto concerne la ponderazione del rischio di credito, assegnando un coefficiente di ponderazione *risk-free*.

Le obbligazioni sovrane si qualificano in genere come attività idonee ad essere utilizzate in operazioni di rimborso con le banche centrali oltre a

qualificarsi come *High Quality Liquid Asset* (HQLA)⁴ nel requisito di copertura di liquidità a breve (LCR) introdotto da Basilea III.

Inoltre, le banche potrebbero **sovrainvestire** in titoli di stato sovrano nazionali a causa della loro offerta relativamente più elevata. Un contesto macroeconomico deteriorato in genere porta ad ampi deficit fiscali e ad un incremento delle emissioni di debito pubblico. L'offerta eccedente di obbligazioni statali che ne scaturisce è almeno in parte assorbita dal settore bancario nazionale. L'assorbimento può anche essere aumentato durante la crisi a causa della riduzione degli investitori stranieri (Asonuma *et al.*, 2015).

Inoltre, la paura di effetti di ricaduta dei titoli sovrani può indurre a **comportamenti di autoconservazione** da parte delle banche che preferiscono investire in obbligazioni sovrane domestiche nel tentativo di ridurre la probabilità di default del proprio paese.

Infine, a favorire l'acquisto di titoli di stato sono state anche **le politiche monetarie** messe in atto dalle autorità bancarie. Di primaria importanza è stata **l'operazione di finanziamento alle banche a basso costo**, *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), effettuata alla fine del 2011 ed all'inizio del 2012.

L'obiettivo della manovra è stato quello di fornire aiuto alle banche, concedendo prestiti a basso tasso di interesse, al fine di **incrementare la concessione di crediti a famiglie e imprese**, agendo così sulla stagnazione economica in corso. Tuttavia, le banche hanno investito i fondi della Bce nell'acquisto di titoli di stato con più alte cedole, i quali, avrebbero dato luogo a facili utili.

⁴ Si considerano “di elevata qualità” le attività liquide che, se vendute o utilizzate in operazioni pronti contro termine, conserveranno presumibilmente la capacità di generare liquidità anche in periodi di gravi tensioni idiosincriche e di mercato. *Basilea 3 – Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità, BRI 2013*

Anche se non è mai stato nell'intento della BCE alimentare l'acquisto di titoli di stato percepiti come più rischiosi, il risultato è stato quello di spingere ancor di più le banche ad investire contro ogni logica prudenziale.

Tuttavia, le ragioni della rapida crescita delle esposizioni sovrane bancarie non vanno ricercate solo nei principi regolamentari e nelle politiche monetarie adottate nell'Area Euro ma vanno rinvenute anche nei fenomeni del *moral suasion* e del *carry trade* (operazione di speculazione finanziaria sul tasso di interesse).

Nel contesto del *carry trade* le banche decidono di fare una "scommessa": comprano titoli di stato che offrono elevati rendimenti scommettendo che l'evento di default dello Stato emittente dei titoli non si verifichi. Se la scommessa va a buon fine, la banca ha guadagnato ampi rendimenti a fronte del basso costo di finanziamento effettuato per comprare i titoli di stato, poiché come è stato detto in precedenza, le banche hanno investito utilizzando i fondi dati dalla BCE ad un tasso molto basso (Broner *et al.*, 2014).

Una riduzione del valore dei titoli di stato, dovuto ad un aumento del rischio sovrano, ha pure come effetto la diminuzione del valore delle *garanzie* che le banche possono utilizzare per finanziarsi all'ingrosso sui mercati pronti contro termine e per effettuare emissioni di obbligazioni garantite ed operazioni sui derivati negoziati su mercati *Over the Counter*.

Se il titolo di debito sovrano è stato già utilizzato per qualcuna di queste operazioni, la rivalutazione dello stesso al prezzo di mercato potrebbe comportare una *richiesta* di *garanzie addizionali*. Inoltre, eventuali aspettative di un possibile coinvolgimento del settore privato e/o di un ulteriore declassamento del debito sovrano potrebbero portare anche

all'**esclusione** di queste attività finanziarie dal *pool* di garanzie ammissibili (BIS, 2011)⁵.

Come già detto, il rischio sovrano viene percepito dagli investitori come un importante elemento di riferimento per la fissazione del livello di rischio dell'economia nazionale nel suo complesso. Un declassamento del rating creditizio dello Stato di riferimento si traduce immediatamente in un peggioramento anche del rating degli intermediari finanziari di quel paese, riflettendosi negativamente sul loro costo del debito. Questo perché le **agenzie di rating** assegnano un merito di credito di lungo periodo alle istituzioni finanziarie prendendo in considerazione anche la possibilità per queste di ricevere, in caso di necessità, un finanziamento esterno da parte dello Stato; ma questa probabilità è strettamente legata alla solvibilità dello Stato medesimo (S&P's, 2014)⁶.

Un deterioramento del merito creditizio di uno Stato è quindi percepito dagli investitori anche come una minore capacità dello Stato stesso di intervenire a sostegno del suo sistema bancario attraverso garanzie implicite e/o esplicite.

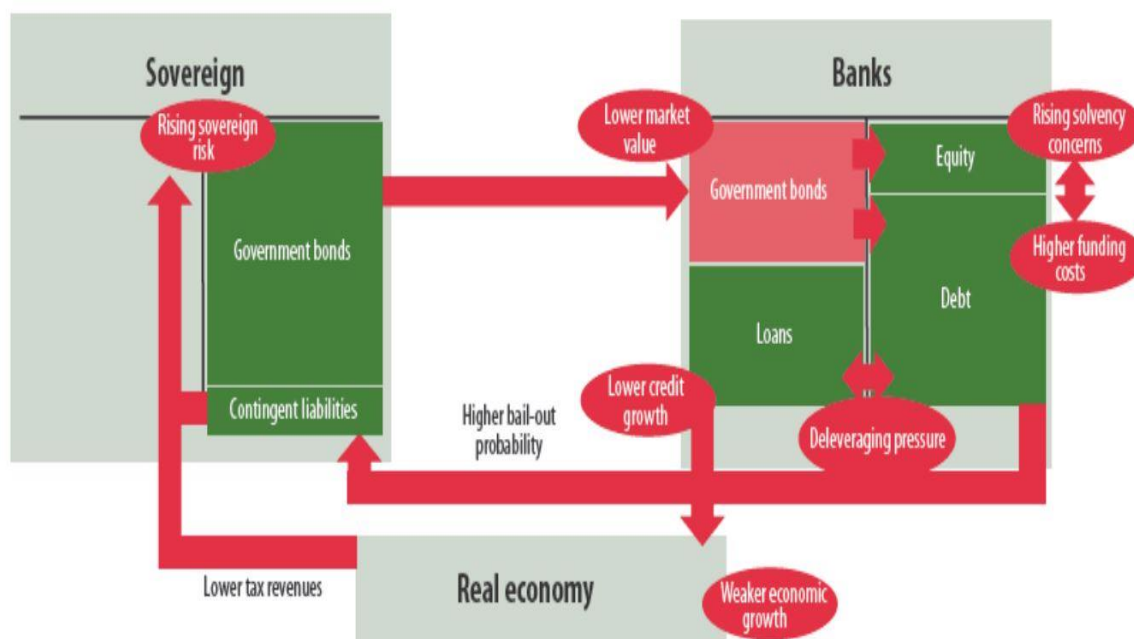
Attraverso i canali descritti sopra, un aumento del rischio sovrano si ripercuote negativamente sulla solidità delle banche di quel paese con conseguenze negative anche per **l'economia reale** che registra un razionamento del suo finanziamento dovuto alla contrazione del credito bancario con un conseguente rallentamento della crescita economica e quindi anche delle entrate fiscali.

Poiché questi fenomeni tendono ad autoalimentarsi, come illustrato nella Figura 1, potrebbero portare il paese ad una pesante **recessione economica**.

⁵ Committee on the Global Financial System, Paper No. 43, BIS, 2011.

⁶ Standard & Poor's, Ratings Direct®, "Nonbank Financial Institutions Rating Methodology", 2014.

Figura 1: Interconnessioni tra rischio sovrano, rischio bancario ed economia reale



Fonte: FMI (2012), *Global Financial Stability Report*.

Il grave peggioramento del merito creditizio del paese potrebbe quindi provocare seri problemi di solvibilità anche al suo sistema bancario con la necessità di eventuali salvataggi pubblici che andrebbero ad aggravare ulteriormente le finanze pubbliche di quel paese.

L'entità dell'impatto negativo di tale legame dipenderà, in particolare, dalla **dimensione dell'esposizione** del sistema bancario verso il prestatore sovrano.

Un ulteriore **elemento di interconnessione** può essere individuato anche in una disordinata riduzione della leva finanziaria (il fenomeno del **deleveraging**) da parte del sistema bancario. Una diminuzione improvvisa del livello dell'indebitamento bancario può, a sua volta, provocare un brusco effetto frenante sulla crescita economica e, in ultima analisi, contrarre le entrate fiscali di quel paese.

A rigore, quando si parla di relazione tra debito sovrano e sistema bancario è importante operare una distinzione tra debito nazionale e debito

estero. In generale, l'esposizione bancaria al debito nazionale ha profonde implicazioni in tema di stabilità finanziaria poiché è in grado di alimentare una spirale negativa attraverso tutti i canali sopracitati, a differenza dell'esposizione verso il debito estero che non ha tale forza.

All'interno dell'area euro sono comunque necessarie alcune precisazioni. In particolare, alcuni vantaggi normativi per le banche relativi alle esposizioni verso il debito pubblico nazionale sono validi anche nei confronti del debito sovrano degli altri paesi membri dell'unione monetaria. In altre parole, l'eurosistema incentiva le banche alla **diversificazione tra le obbligazioni sovrane dei pesi membri**.

Come illustrato nella tabella 1, mentre dal lato delle attività bancarie, sia le obbligazioni sovrane nazionali che quelle degli altri paesi membri dell'area euro offrono agli intermediari gli stessi vantaggi regolamentari; dal lato delle passività bancarie, la stretta interconnessione tra debito sovrano e sistema bancario, in grado di alimentare una spirale negativa, si rinviene solo nel rapporto tra stato e suo sistema bancario nazionale.

Tabella 1: Impatto del debito sovrano domestico, dell'area euro ed estero, sul bilancio (stato patrimoniale) bancario

		Debito Sovrano domestico	Debito Sovrano Eurozona	Altri debiti Sovrani esteri
Attività bancarie	Requisiti patrimoniali preferenziali sulle esposizioni sovrane	✓	✓	✗
	Status speciale delle obbligazioni sovrane nella regolamentazione in materia di liquidità	✓	✓	✗
Passività bancarie	Garanzie esplicite/implicite del governo nei confronti delle banche	✓	✗	✗
	Status speciale nelle operazioni con la banca centrale	✓	✓	✗
	Impatto del rating sovrano su quello delle banche	✓	✗	✗

Fonte: Angelini, Grande, Panetta (2014)⁷

Finora abbiamo illustrato principalmente le modalità di trasmissione del rischio dal settore pubblico alla finanza privata, tuttavia la direzione della causalità può essere anche invertita.

L'esperienza recente ci mostra come una crisi bancaria possa richiedere al governo nazionale di supportare banche ed altre istituzioni finanziarie nazionali in difficoltà. In questi casi, l'impatto sulla finanza pubblica non deriva solamente dalla contrazione della crescita e da una eventuale recessione, ma anche dal livello delle misure straordinarie implementate dal governo a sostegno del proprio sistema bancario e dell'economia nazionale. In alcuni casi, come **Irlanda, Islanda e Cipro**, la dimensione degli squilibri è stata tale da mettere a repentaglio la tenuta stessa del paese⁸.

Quando uno shock finanziario provoca un indebolimento della finanza pubblica o del sistema bancario è facile che si venga a sviluppare una progressiva spirale negativa capace di autoalimentarsi.

È stato ampiamente riscontrato come le tensioni interne al mercato del debito sovrano si riflettano sulle condizioni di finanziamento delle proprie banche producendo, successivamente, una contrazione del credito domestico.

La crescita dei differenziali tra i rendimenti dei titoli di stato, durante la crisi, ha infatti avuto un impatto significativo sul costo del credito concesso all'economia reale dalle banche dei paesi maggiormente esposti alle tensioni sul mercato del debito sovrano (Italia, Spagna, Grecia e Portogallo), mentre non ha avuto alcun impatto nelle altre economie dell'unione monetaria.

⁷ Angelini, Grande, Panetta (2014), Banca d'Italia, Occasional Paper No. 213, p. 9.

⁸ Angelini *et al.* (2014)

La reazione dell'Europa alla crisi dell'area euro

Abbiamo già detto come i mercati finanziari internazionali abbiano sottostimato a lungo i rischi sovrani all'interno dell'area euro e, in particolare, il "rischio di sostenibilità" dei paesi economicamente e finanziariamente più fragili dell'area.

Alla crisi dei debiti sovrani l'Europa ha reagito con una strategia articolata su due fronti: da un lato, i singoli paesi si sono impegnati ad attuare politiche di bilancio prudenti⁹ e riforme strutturali a sostegno della competitività; dall'altro, è stato avviato un articolato processo di riforma della *governance* europea¹⁰.

Mentre la crisi finanziaria, prima americana e poi globale, fu causata da "eccessi" di diversa natura, quali: eccessi di creazione monetaria¹¹, di innovazione finanziaria incontrollata, di fiducia cieca nella capacità autoregolatrice del mercato; alla radice dei problemi finanziari dell'area euro si rinvengono, diversamente, gravi "carenze" o *deficit* di *governance* politica ed economica¹².

⁹ In materia di bilanci pubblici, gli accordi raggiunti nel biennio 2012-2013 hanno reso inderogabili gli impegni presi in passato. Per es. la cosiddetta "regola del debito", che prescrive una riduzione media annua del rapporto tra il debito e il prodotto pari a un ventesimo dell'eccesso rispetto alla soglia del 60%, attua dal punto di vista operativo una prescrizione già presente nel Trattato di Maastricht.

¹⁰ Visco I. (2013).

¹¹ In particolare negli USA da novembre del 2001, fine della recessione, a luglio 2006, punto più alto del boom del mercato immobiliare americano, i tassi d'interesse reali sono stati mediamente pari a -0,5%. Nello stesso periodo, i prezzi degli immobili sono cresciuti del 71% ed i prezzi dei beni e servizi del 14,3% (Fratianni, 2008). Inoltre sempre in USA, il rapporto "*domestic absorption/PIL*" ha oscillato tra 1,035 del 2001 e 1,057 del 2006. Nello stesso periodo l'afflusso di capitali esteri in USA è stato del valore di 3576 miliardi di dollari americani. Lo squilibrio delle partite correnti della bilancia dei pagamenti americana è quindi finanziato dall'eccesso di risparmio del resto del mondo, soprattutto dal surplus della Cina e dei paesi emergenti che investono i propri risparmi nelle attività finanziarie americane adeguatamente profittevoli e protette legalmente. A settembre 2007, un mese dopo lo scoppio della crisi dei mutui *sub-prime* americani, Bernanke sottoscriveva ancora la tesi del "*savings glut*" (vedi Bernanke, 2005).

¹² In particolare sul piano dei bilanci pubblici e della regolazione e supervisione finanziaria (Rossi S., 2012).

La durata e l'intensità della crisi stessa nell'area euro hanno mostrato come la Unione monetaria non si fosse dotata degli strumenti necessari per prevenire e gestire tensioni di tale natura (ossia sistemica).

Prima della crisi, l'eurozona aveva a disposizione due strumenti: la politica monetaria della BCE ed il Patto di Stabilità e Crescita (PSC).

La BCE ha assicurato durante la crisi la stabilità dei prezzi nel medio periodo e ha fornito alle economie la liquidità necessaria per il funzionamento dei sistemi bancari e finanziari¹³, ma non ha potuto farsi carico della soluzione dei problemi di finanza pubblica dei paesi membri senza tradire il suo mandato costituzionale.

Il PSC è invece stato violato dai maggiori paesi europei, quali Germania, Francia e Italia, già prima della crisi.

Nel corso del 2010 e sotto la pressione dei mercati globali, la UE si è dotata di meccanismi di intervento per fornire assistenza finanziaria ai paesi membri in difficoltà.

In parallelo, la BCE ha introdotto un programma di acquisti sul mercato dei titoli di stato per assicurare il buon funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria¹⁴.

Fino al 2011 l'Europa non ha disposto di strumenti idonei a gestire le crisi sovrane. I primi interventi di sostegno a favore della Grecia (maggio

¹³ Tra novembre e dicembre 2011 la BCE ha fornito al sistema bancario abbondante liquidità attraverso la riduzione dei tassi di interesse ufficiali di 50 punti base complessivamente, quello fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali viene portato all'1%; attraverso due nuove operazioni di rifinanziamento di durata triennale (LTRO), con piena aggiudicazione degli importi richiesti; attraverso il dimezzamento del coefficiente di riserva obbligatoria all'1%. A maggio 2013, a fronte di un'ulteriore caduta della domanda europea, del protrarsi della debolezza congiunturale e della diminuzione ben al disotto del 2% dell'inflazione osservata e attesa nel medio termine, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto ulteriormente il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo allo 0,5%, un nuovo minimo storico.

¹⁴ Nello stesso periodo il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre deciso di continuare ad utilizzare, per il rifinanziamento delle banche, aste a tasso fisso e con pieno soddisfacimento della domanda.

2010), ed in misura minore dell'Irlanda (novembre 2010), sono stati effettuati per il tramite di prestiti bilaterali.

Nel maggio del 2010 fu costituito lo *European Financial Stability Facility* (EFSF), uno strumento temporaneo utilizzato anche per il Portogallo ed operativo fino al 2013, le cui emissioni obbligazionarie sono garantite dagli stati membri.

Nel luglio del 2011 l'EFSF è stato affiancato dallo *European Stability Mechanism* (ESM), un meccanismo permanente per la gestione delle crisi sovrane, istituito per trattato internazionale e dotato di capitale proprio; i prestiti dell'ESM alla Spagna sono stati utilizzati per aiuti al sistema bancario.

La capacità di prestito complessiva garantita da questi nuovi strumenti, inizialmente pari a 250 miliardi, è stata gradualmente accresciuta fino a raggiungere i 700 miliardi.

I meccanismi di intervento, che all'avvio dell'EFSF erano limitati all'erogazione di prestiti nell'ambito dei piani di sostegno ai paesi in difficoltà¹⁵, sono stati gradualmente ampliati fino ad includere, sulla base di un'appropriata condizionalità, interventi sul mercato primario e secondario dei titoli pubblici, l'apertura di linee di credito precauzionali, il finanziamento della ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie.

Contrastare l'aumento dei tassi di interesse sul debito sovrano, quando questo scaturisce dal rischio di "ridenominazione" (ossia legato ai timori di disgregazione dell'unione monetaria dovuti anche all'incompletezza del suo

¹⁵ Si tratta di meccanismi di sostegno finanziario di natura condizionale, ossia associati a severi programmi di aggiustamento e concordati con il FMI, la UE e la BCE, e finalizzati a stabilizzare le condizioni di finanziamento degli Stati esposti alle tensioni sul debito sovrano.

disegno istituzionale) e distorce il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ricade pienamente nel mandato dell'Eurosistema¹⁶.

Nel biennio 2011-2012, gli interventi attuati dall'Eurosistema sul mercato secondario dei titoli di stato, le cosiddette "operazioni monetarie definitive – OMT¹⁷" assieme all'abbassamento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1%, hanno avuto l'obiettivo di contrastare il peggioramento delle condizioni del credito nell'area euro (impedendo l'aumento eccessivo dei rendimenti dei titoli sovrani) e le sue ripercussioni negative sul quadro macroeconomico¹⁸ dell'area.

A maggio 2013, a fronte della caduta della domanda e della prospettiva del protrarsi della debolezza congiunturale, e data un'inflazione osservata e attesa nel medio termine ben al di sotto del 2%, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto ulteriormente il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo allo 0,5%, un nuovo minimo storico.

La consapevolezza che la crisi del debito abbia cause essenzialmente endogene all'eurozona, ovvero la frammentazione interna dell'unione economica, priva di garanzie comuni sul debito e di un efficace coordinamento delle politiche di bilancio, rende chiaro che la posta messa in gioco dalla crisi non sia tanto la gestione regolare della politica monetaria, quanto la sopravvivenza stessa della valuta unica, messa seriamente in pericolo dalla speculazione finanziaria sui debiti dei paesi più vulnerabili.

¹⁶ I livelli raggiunti dai tassi sovrani in molti paesi dell'area hanno riflettuto non solo il deterioramento delle prospettive nazionali di crescita e di finanza pubblica, ma anche un fattore di rischio sistemico definito "rischio di ridenominazione".

¹⁷ OMT è l'acronimo di *Outright Monetary Transactions*.

¹⁸ Secondo stime Banca d'Italia (2013), tali interventi europei avrebbero contribuito a sostenere il prodotto in Italia per almeno due punti percentuali e mezzo nell'arco del biennio 2011-2012.

Data questa consapevolezza, le preoccupazioni della BCE fino ad ora sono state volte a scongiurare la **destabilizzazione finanziaria della zona euro** con tutti gli strumenti a sua disposizione.

Questa nuova interpretazione del mandato della BCE sembra confermarsi anche alla luce delle misure di **Quantitative Easing (QE)** adottate **dal gennaio 2015**.

Il **QE** è un piano di acquisto delle obbligazioni emesse da tutti paesi della zona euro e dalle istituzioni europee per un totale di 60 miliardi di euro al mese. La BCE si è accollata una quota pari al 20% dei rischi di tale operazione, mentre il rimanente è rimasto in capo alle banche centrali nazionali dell'eurozona. Il programma è concepito per il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi in un contesto in cui l'economia europea soffre una prolungata stagnazione con pericolosi effetti deflattivi che potrebbero innescare una nuova recessione economica.

Dato che la BCE individua la stabilità dei prezzi in un tasso di inflazione sotto il 2% annuo, gli ingenti acquisti di titoli da parte della BCE avrebbero dovuto allentare le condizioni monetarie e finanziarie, rendendo più facile l'accesso al finanziamento da parte di imprese e famiglie al fine di sostenere la ripresa di investimenti, consumi e di conseguenza dei prezzi.

Poiché i governi europei non sono stati ancora in grado di rilanciare la crescita a livello continentale ed il consolidamento fiscale non è stato completato in molti Stati membri, la BCE ha voluto creare le condizioni monetarie ottimali per permettere una graduale stabilizzazione delle zona euro attraverso una crescita economica sostenuta dalla maggiore liquidità disponibile assieme ad un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse.

Come ha auspicato il Presidente Mario Draghi (2015), al lancio del QE¹⁹, “toccherà evidentemente ai governi approfittare della situazione positiva creata dalla BCE per rilanciare la ripresa economica tramite **riforme strutturali** e **consolidando**, al tempo stesso, la propria **finanza pubblica**”.

Sempre per rafforzare la *governance economica* nella UE sono stati attualmente concordati e discussi in fase avanzata nuovi strumenti d'intervento in tre aree strategiche:

1. la vigilanza unica bancaria e finanziaria;
2. il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio;
3. i meccanismi e le procedure per la gestione delle crisi bancarie.

Le prime due riforme dovrebbero potenziare la capacità della UE di prevenire l'accumulazione di squilibri finanziari insostenibili e, quindi, l'insorgere di nuove situazioni di crisi. La terza riforma dovrebbe consentire la gestione delle crisi in maniera ordinata, facilitando il processo di aggiustamento degli squilibri.

La crisi del debito sovrano europeo ed il contagio alle banche, avviatosi nell'estate del 2011, ha reso evidente la necessità di accelerare la creazione di **un'unione bancaria europea** e con essa il processo di unificazione europea.

In realtà, il progetto di una *European Banking Union* persegue una molteplicità di obiettivi, quali:

- i) spezzare il nesso tra rischio sovrano e rischio bancario;
- ii) mitigare la **frammentazione** del mercato bancario in Europa;
- iii) adeguare la vigilanza ai mutamenti del sistema bancario che, nell'ultimo ventennio, per effetto della creazione del mercato unico dei servizi bancari e finanziari, ha visto lo sviluppo di **intermediari cross-border** a **rilevanza sistemica** che in virtù delle loro caratteristiche dimensionali e del loro grado

¹⁹ Conferenza stampa del Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, 22 Gennaio 2015.

di interconnessione non possono definirsi ingenuamente “europei”.

L’obiettivo finale di una Unione Bancaria Europea poggia, a sua volta, sulla creazione di tre componenti o pilastri fondamentali:

- i) un Meccanismo unico di vigilanza bancaria (Single Supervisory Mechanism-SSM), al quale è stata trasferita la vigilanza sulle banche dell’area euro sulla base di un regolamento del Consiglio della UE;
- ii) un Meccanismo comune europeo di gestione e risoluzione delle crisi degli intermediari finanziari (Single Resolution Mechanism - SRM);
- iii) uno schema unico europeo di assicurazione dei depositi - EDIS (European Deposit Insurance System) ;

Dal 2012 in poi, si sono registrati progressi costanti in riferimento ai primi due pilastri: in due anni sono stati adottati da tutti gli stati membri dell’UEM un codice unico per tutti gli attori finanziari dei 28 paesi dell’Unione europea, il Meccanismo di Vigilanza Unico e il Meccanismo di Risoluzione Unico.

A partire dalla fine del 2014, la BCE opera una vigilanza diretta sulle maggiori 126 banche dell’UEM, che rappresentano quasi l’82% degli attivi bancari totali nell’area dell’euro.

Parallelamente, il Meccanismo di Risoluzione Unico (Single Resolution Mechanism, SRM), autorità di risoluzione a livello europeo, si occupa di assicurare una risoluzione ordinata delle banche in fallimento sotto la supervisione europea ed è dotato di un Fondo Unico di Risoluzione che dispone di circa €55 miliardi mutualizzabili tra gli stati membri dell’UEM (Ferrara, 2017).

Tuttavia, anche se la previsione del meccanismo unico di vigilanza (SSM) e del meccanismo di risoluzione unica (SRM) può mitigare gli effetti delle

crisi bancarie nei paesi di origine, queste riforme non sono sufficienti per rompere il processo inverso che si propaga dagli stati verso le banche.

Gli Stati dovrebbero giungere ad un'effettiva **condivisione del rischio** tra paesi dell'Eurozona.

Una delle ragioni dello stallo è la mancanza di un accordo sulle regole per l'esposizione bancaria verso il debito sovrano. Le posizioni sono contrapposte: i governi dei paesi con i rating migliori si oppongono ad un sistema unico di assicurazione dei depositi (EDIS) se non verranno introdotti limiti all'esposizione delle banche verso i titoli sovrani più rischiosi; i paesi con rating peggiori sono restii a rivedere le regole senza un meccanismo di condivisione dei rischi come l'Edis.

La proposta degli European Safe Bond (ESBies)

Un'altra ipotesi avanzata nel 2011 è stata quella della creazione degli "European Safe Bond", cioè "obbligazioni strutturate europee" intese sia a sostituire il Bund tedesco come investimento sicuro (risk-free) o "rifugio" (*safe haven*) dell'area euro, che a contrastare la nazionalizzazione dei debiti pubblici dei Paesi periferici.

Gli ESBies sono titoli "sintetici" ossia creati attraverso la cartolarizzazione di bond sovrani già esistenti, sulla cui solvibilità ogni Paese continua a essere responsabile.

L'idea di base degli ESBies è semplice: una società-veicolo sovranazionale (il candidato principale è il Fondo salva-Stati ESM²⁰) acquista dalle banche titoli sovrani dei vari Paesi membri in proporzioni predefinite e proporzionali al contributo dei diversi Paesi al PIL dell'Eurozona con

²⁰ Meccanismo Europeo di Stabilità in inglese *European Stability Mechanism*.

controvalore complessivo degli acquisti pari a 6.000 miliardi di euro (vedi tabella 2).

Questi debiti sovrani vengono cartolarizzati e trasformati in ESBies. I nuovi titoli sono impacchettati in tre tranches: senior, mezzanine e junior. Alla prima viene attribuita la tripla A, alla seconda un rating minore ma comunque *investment grade* (fino alla tripla B), alla terza la qualifica di *junk-bond* e un rendimento appetibile, circa il 5-6%. I nuovi titoli offerti sul mercato dovrebbero contribuire alla diversificazione dei portafogli. La società veicolo acquista i titoli di stato dalle banche finanziandosi con l'emissione dei titoli pan-Europei (Esbies).

Elemento-chiave dell'architettura degli *ESBies* è la ripartizione in *tranche* che modifica il valore di recupero dell'investimento in base al livello di subordinazione: le perdite che si verificano sul portafoglio di collaterali colpiscono, infatti, in prima battuta la *tranche junior* e solo dopo che questa è stata integralmente esaurita raggiungono la *senior*.

Questo aspetto è importante in relazione alla natura degli investitori nelle diverse *tranches*. Le banche dell'Eurozona comprerebbero solo titoli *senior*, mentre le *tranches junior* sarebbero integralmente acquistate dai *fondi hedge* interessati a ridurre il costo di assumere posizioni *leveraged* sul debito pubblico dei paesi periferici della UM. In un tale scenario, gli ESBies potrebbero effettivamente migliorare il merito creditizio delle banche periferiche.

Inoltre la cartolarizzazione aumenterebbe la disponibilità di collaterali di buona qualità per il sistema bancario e porrebbe fine al circolo vizioso banche-Stati. A sua volta, il rinnovamento degli attivi bancari potrebbe

agevolare l'introduzione di pesi per il rischio (oggi assenti) sui titoli di Stato nella regolamentazione prudenziale delle banche.

Tabella 2. Trasferimenti (in % e in mld di Euro) di titoli di stato, Govies, alla Società Veicolo nel processo di cartolarizzazione dei debiti sovrani dell'Area Euro²¹

Paese	Debito/PIL	Debito Pubblico 2016 (mld €)	PIL 2016 (mld €)	Pesi (Proposta <i>ESBies</i> - in proporzione al PIL)	<i>Govies</i> trasferiti al veicolo (mld €)	<i>Govies</i> trasferiti al veicolo / Debito Pubblico Totale	<i>Govies</i> NON trasferiti al veicolo (mld €)
Germania	68%	2140	3133	28,2%	1690	79%	450
Francia	96%	2147	2225	21,3%	1275	59%	872
Italia	133%	2218	1672	16,5%	991	45%	1.227
Spagna	99%	1107	1114	10,8%	646	58%	461
Olanda	62%	434	697	6,6%	397	91%	37
belgio	106%	447	422	3,9%	236	53%	211
Austria	85%	296	349	3,2%	193	65%	103
Grecia	179%	315	176	2,0%	122	39%	193
Finlandia	64%	136	214	2,0%	121	89%	15
Irlanda	76%	201	266	1,8%	108	54%	93
Portogallo	130%	241	185	1,8%	107	44%	134
Slovacchia	52%	42	81	0,7%	40	94%	2
Slovenia	80%	32	40	0,4%	22	69%	10
Lituania	41%	16	39	0,3%	15	94%	1
Cipro	106%	19	18	0,2%	11	60%	8
Luxembourg	20%	11	54	0,2%	11	98%	0
Lettonia	40%	10	25	0,2%	10	100%	-
Malta	61%	6	10	0,1%	4	70%	2
Estonia	10%	2	21	0,0%	2	90%	0

Fonte: Minenna (2017)

Tuttavia dobbiamo considerare anche i **pericoli potenziali** di tale scelta. Per prima cosa, se gli *ESBies* divenissero ampiamente disponibili nell'Eurozona, le banche potrebbero non avere più bisogno di utilizzare titoli governativi rischiosi come collaterale e la domanda di debito pubblico dei Paesi periferici escluso dal processo di cartolarizzazione diminuirebbe sensibilmente. Questa porzione di debito finirebbe per essere fortemente discriminata dai mercati specialmente se ulteriormente penalizzata dalla perdita dello *status* di *risk-free* nella disciplina prudenziale delle banche. Ciò

²¹ Si noti che, applicando questi criteri, il veicolo rilevarebbe quasi l'80% del debito pubblico tedesco ma solo il 45% di quello italiano.

rischierebbe di “escludere” i Governi periferici dal mercato obbligazionario, costringendoli a pagare tassi molto più alti in asta per rifinanziare il debito in scadenza.

Inoltre, a fronte dell’attuale perdita di redditività delle istituzioni bancarie dovuta alla compressione del margine di interesse e al peso dei crediti deteriorati (NPLs) nei portafogli bancari, le banche periferiche potrebbero essere “costrette” a investire almeno parte della liquidità ottenuta dalla cessione dei *Govies* in attività finanziarie ad alto rendimento, inclusi gli *ESBies junior*.

L’esito sarebbe ancora la **frammentazione dei rischi**: gli *ESBies senior* sostituirebbero i Bund tedeschi nelle banche dei paesi core e i titoli *junior* sostituirebbero i BTP italiani e i Bonos spagnoli nelle banche dei paesi periferici.

Inoltre gli *ESBies* potrebbero creare una situazione ancora **ulteriormente frammentata**, aggiungendo ben 2 curve europee (una per la classe *senior* e una per la *junior*) alle curve sovrane specifiche di ogni Paese che si sono formate dall’inizio della crisi, allontanando il perseguimento di una maggiore integrazione tra i Paesi membri e l’obiettivo di una singola curva di rendimento all’interno di un’area valutaria comune (Minenna, 2017).

Bibliografia

Angelini, Grande, Panetta (2014), Occasional Paper, No. 213, Banca d’Italia, p. 9.

Asonuma T., Bakhache S., Hesse (2015), “Is Banks’ Home Bias Good or Bad for Public Debt Sustainability?”, *IMF Working Papers*, 15/44.

BIS (2011), “The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions”, *CGFS Papers*, No. 43.

Broner F., Erce A., Martin A., Ventura J. (2014), “Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out”, *FMI Working Papers*, 13/270.

Di Clemente A. (2016), *Verso una nuova architettura internazionale di vigilanza finanziaria. L'impatto delle nuove regole su banche e imprese italiane*, Aracne Editrice.

Ferrara F.M.(2017), "The EU's Banking Union", Thematic Briefing, No 3, Euvision.

IMF, "Global financial stability report", April 2012, pp. 113 e seguenti

Minenna M. (2015), *Anamnesi dell'euro e possibili cure*, Giurimettrica.

Minenna M. (2017), "Gli European Safe Bonds non sono la risposta giusta per quando finirà il QE", in *Gli Stati Generali.com*, 23 maggio 2017.

Standard & Poor's (2014), "Nonbank Financial Institutions Rating Methodology", Ratings Direct®.