

## **Tavola rotonda: “Conviene all’Europa salvare la Grecia?”**

**P. Alessandrini**, *Università Politecnica delle Marche*

**M. Fratianni**, *Università Politecnica delle Marche e Indiana University*

**P. F. Giorgi**, *Banca delle Marche*

**F. Marchionne**, *Università Politecnica delle Marche*

**P. Marcolini**, *Regione Marche*

**L. Papi**, *Università Politecnica delle Marche*

---

### **Sommario**

Questo articolo raccoglie i contributi della Tavola Rotonda “Conviene all’Europa salvare la Grecia?”, organizzata dal *Money and Finance Research group* (MoFiR) e tenutasi presso la Facoltà di Economia dell’Università Politecnica delle Marche (Ancona), il 19 Ottobre 2011. I lavori raccolti discutono le ragioni alla base della crisi della Grecia, le sue conseguenze sul futuro dell’euro e dell’unione monetaria europea, i possibili interventi in ambito nazionale e sovranazionale per arginare la crisi e, infine, le ripercussioni per la realtà italiana.

**Classificazione JEL:** *E60; E65; F32; F36*

**Parole Chiave:** *Crisi finanziaria; Debito sovrano; Grecia; Europa; Eurobond.*

---

### **Suggested citation**

Alessandrini P., Fratianni M., Giorgi P.F., Marchionne F., Marcolini P. and Papi L. (2011), Tavola rotonda “Conviene all’Europa salvare la Grecia?”, *ECONOMIA MARCHE Journal of Applied Economics*, XXX(2): 4-41.

---

# Introduzione

Michele Fratianni<sup>1</sup>

I brevi articoli che seguono sono le trascrizioni degli interventi “a voce” fatti durante la tavola rotonda, “Conviene all'Europa salvare la Grecia?”, organizzata dal Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali dell'Università Politecnica delle Marche e dal *Money and Finance Research group* (MoFiR) in data 19 Ottobre del 2011. All'epoca – appena tre settimane prima della stesura e messa in bozze degli articoli – eravamo consci che le preoccupazioni riguardanti la Grecia avrebbero potuto anche riferirsi all'Italia nel breve futuro, ma non immaginavamo che il futuro ipotizzato a metà ottobre potesse arrivare con tanta velocità. Quindi, in qualità di coordinatore del gruppo dei relatori, mi farò carico non soltanto di sintetizzare i punti salienti di ciascun relatore della tavola rotonda, ma di trarre delle conclusioni per l'Italia che adesso è in piena crisi di debito sovrano.

Luca Papi offre un'ampia visione del problema, cominciando dalla constatazione che ogni istituzione – le banche come lo stato – che emette passività a breve e liquide (depositi o titoli di stato) e investe in attività a lunga e illiquide (prestiti all'economia o capacità impositiva) sono a rischio di crisi di liquidità. Queste crisi vengono tradizionalmente risolte in uno stato con sovranità monetaria dalla sua banca centrale che interviene come prestatore di ultima istanza. L'unione monetaria europea (UEM) è una costruzione incompleta: a una sovranità monetaria collettiva corrisponde un frazionamento di sovranità fiscale e politica. La Banca Centrale Europea (BCE) ha uno statuto che non le permette di finanziare direttamente gli stati membri. Lo potrebbe fare, se tutti gli stati membri si mettessero d'accordo di trasformare la BCE in una specie di Fed - la banca centrale statunitense. Questo accordo però manca e, di conseguenza, gli stati membri dell'UEM non godono della cintura di salvataggio dei paesi con sovranità monetaria. In verità, la BCE interviene nei mercati secondari dei titoli di stato dei paesi a rischio – Italia e Spagna in gran parte – ma in quantità del tutto inadeguate rispetto all'entità del problema.

Quali alternative esistono all'aiuto ricevuto dal prestatore di ultima istanza? Papi ne evidenzia quattro: interventi del neo costituito EFSF (il c.d. fondo salva stati); sostegni degli stati “forti” a favore degli stati membri “deboli”; emissione di eurobonds, con sostituzione di una parte dei debiti nazionali con debiti dell'eurozona; e interventi del FMI. La debolezza comune delle prime tre alternative è o l'insufficienza del sostegno rispetto alle esigenze della crisi (ESFS), o la mancanza di volontà politica di effettuare trasferimenti dai forti ai deboli, o di imbarcarsi su un processo di integrazione fiscale (eurobonds). Quanto al FMI, la sua funzione è più di certificatore di politiche economiche appropriate che di grande sostegno finanziario a paesi relativamente grandi come l'Italia. Papi conclude, giustamente, che “*la BCE [è] l'unica istituzione che ha potenza di fuoco illimitata e di gran lunga l'istituzione che più di ogni altra sarebbe capace di calmare le preoccupazioni e le incertezze della crisi di fiducia nei debiti dell'eurozona*”. Però questa non è una decisione che solamente l'Italia può prendere.

Pier Franco Giorgi tratta del realismo con cui i mercati finanziari hanno valutato le probabilità di default della Grecia. L'atto formale del default greco è stato rimandato così a lungo per

---

<sup>1</sup> Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali (Università Politecnica delle Marche), MoFiR e Indiana University. E-mail: [fratiann@indiana.edu](mailto:fratiann@indiana.edu).

non danneggiare ulteriormente i bilanci già gracili del sistema bancario europeo e di impedirne poi una ricapitalizzazione. A questo proposito, va ricordato che una buona parte della crisi dei debiti sovrani riflette lo sforzo fatto dagli stati di salvare le banche a seguito della crisi finanziaria del 2007-2009. A loro volta, le stesse banche oggi sono esposte a maggiori rischi proprio perché hanno acquistato titoli di stato che il regolatore valuta essere a rischio di credito zero. Il mercato, invece, valuta questi acquisti con un grado di rischio positivo, in alcuni casi come quello italiano molto positivo. In altri termini, le banche sono “sane” dal punto di vista del regolatore e “gracili” dal punto di vista del mercato. Poiché è il mercato che decide sulla convenienza finanziaria di una ricapitalizzazione, è molto probabile che la richiesta del regolatore di innalzare il rapporto fra capitale e attività, ponderate per il rischio di credito, non possa essere effettuata con fondi privati ma con fondi pubblici; quindi, si rafforzerebbe il circolo vizioso degli effetti negativi fra banche e stati.

Le conclusioni a cui giunge Giorgi sono che, in considerazione della “bomba atomica” innescata dai debiti sovrani e dal circolo vizioso che unisce banche e stati, non possiamo permetterci di far fallire la Grecia. Si richiedono soluzioni forti come la revisione del trattato di Maastricht, penalizzazioni severe per i paesi più indisciplinati in termini di finanza pubblica e una BCE che faccia da prestatore di ultima istanza.

Pietro Alessandrini suona una nota di ottimismo con un enfatico sì ai seguenti tre quesiti: conviene all'Europa salvare la Grecia?; ci sono strumenti per salvarla?; si è accumulato troppo ritardo nel decidere e nell'intervenire? La migliore medicina per debellare la crisi è di rafforzare il processo di integrazione europeo con un avvio progressivo verso un governo federale sovranazionale, simile a quello degli Stati Uniti di America. Per tale fine la strada da seguire è: una dotazione di 2.000 miliardi di euro del fondo salva-stati, da ribattezzare fondo di stabilità europeo, finanziato mediante emissione di eurobonds e offrendo garanzie utilizzando le riserve auree delle banche centrali dell'Eurosistema; una revisione degli obiettivi di Maastricht per adattare il target del rapporto fra debito e PIL al valore medio attuale; fare sviluppo anziché austerità applicando il principio keynesiano che in condizioni economiche depressive, come quelle attuali, spetta ai paesi in surplus di bilancia dei pagamenti l'onere di un aggiustamento espansivo. L'imposizione di programmi di austerità da parte del direttorio franco-tedesco a paesi membri come l'Italia non può che peggiorare il rapporto debito/PIL, attraverso una contrazione del denominatore rispetto al numeratore, e sollecitare innalzamenti dello spread del titolo di stato del paese a rischio nei confronti del titolo di stato federale tedesco; quindi un circolo vizioso fra rapporto e costo dell'indebitamento.

Il messaggio di Pietro Marcolini è che la risposta alla crisi deve venire dalla politica con un governo che gestisca la crisi sostenendo lo sviluppo economico in modo complementare al ruolo della BCE. Marcolini è colpito dal fatto che c'è così tanta sollecitudine nel salvare le banche e così poca in allestire politiche solidaristiche. Torniamo così alla conclusione che non è credibile la strategia di voler stabilizzare il rapporto debito/PIL agendo esclusivamente sul numeratore. Infine, Marcolini, facendo cortese riferimento a un lavoro che ho scritto con Pietro Alessandrini, auspica *“un nuovo Bretton Woods [centrato sul pilastro di] quattro principali monete: il dollaro, l'euro, lo yen e lo yuan, corrispondenti alle quattro aree mondiali di riferimento economico. A questo nuovo sistema monetario si dovrebbe affiancare un nuovo Piano Marshall per lo sviluppo, articolato sull'energia, la telematica, le infrastrutture stradali, ferroviarie, portuali ed aeroportuali, ed un nuovo WTO, in grado di offrire nuove regole per il commercio internazionale”*.

Francesco Marchionne propone la creazione di euro obbligazioni utilizzando la tanto desacrata ingegneria finanziaria, ovvero cartolarizzando i debiti pubblici degli stati membri della UEM

per poi farne un pool con quelle parti del debito che sono a rischio di credito basso. Gli emittenti di queste tranche “sicure” contratterebbero sulla consistenza delle quote sottostanti una emissione di *eurobond*. Poiché la responsabilità del pagamento è congiunta e il grado di sicurezza di ciascuna tranche può variare, la contrattazione fra le parti dovrebbe condurre ad un equilibrio nel quale le tranche variano in maniera tale da equiparare al margine i rischi di credito dei vari emittenti. Naturalmente, l'idea presuppone una volontà politica di creare una unione fiscale nell'UEM, o per lo meno di iniziare un tale percorso. Proprio per questa ragione i tedeschi sono contrari alla soluzione delle euro obbligazioni, anche se la versione di Marchionne dovrebbe ridurre il grado di azzardo morale che è invece presente in altre proposte di *eurobond*.

L'ultimo contributo è mio e propone un consolidamento del debito pubblico per scadenze fino a dieci anni in un Buono del Tesoro decennale, facendo un richiamo ad una simile operazione fatta in Italia nel 1926. Trattandosi di una ristrutturazione, la mia proposta appare drastica e costosa. Vale, quindi, la pena soffermarsi sulle motivazioni di un consolidamento e sui costi relativi di esso in relazione all'alternativa di agire sui flussi di spesa pubblica e tasse (do per scontato che la soluzione migliore è di trasformare la BCE in un prestatore di ultima istanza, opzione però che non può essere esercitata unilateralmente dall'Italia).

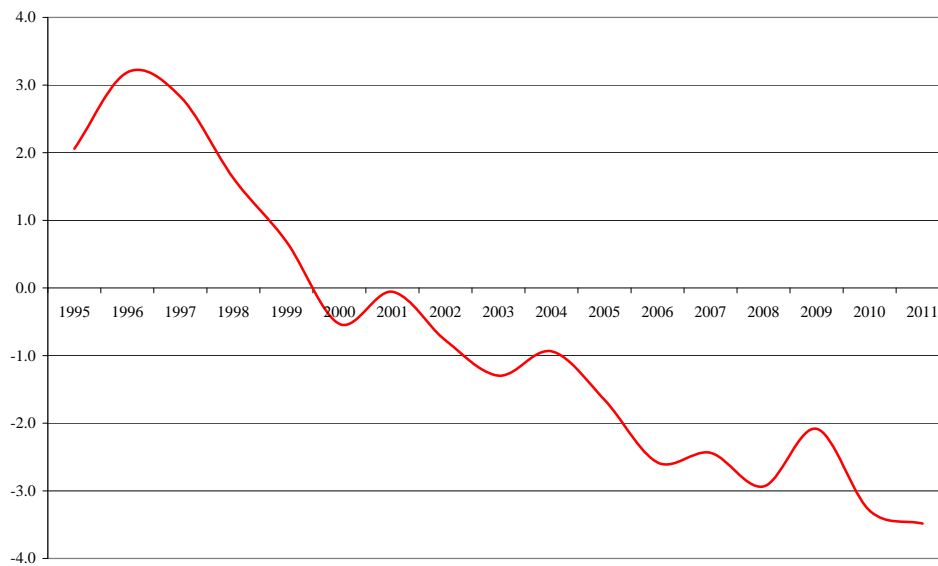
Il debito pubblico italiano è all'incirca €1.900 miliardi e rappresenta circa 1,2 volte il PIL italiano a prezzi correnti. Ci sono due forze che agiscono in direzione opposte su tale rapporto: il tasso reale d'interesse spinge in alto il rapporto mentre la crescita economica lo spinge verso il basso. Il rapporto debito/PIL si auto alimenta quando il tasso reale di interesse eccede la crescita economica, ovvero la situazione italiana. Martin Wolf ([Wolf, 2011](#)), il principale giornalista economico del Financial Times, in data 8 novembre, 2011, ha scritto un lungo articolo dal titolo *Thinking through the unthinkable* proprio sul tema della dinamica del debito pubblico italiano. Utilizzando la media dei dati del periodo 2000-2007, Wolf ottiene che la differenza media annuale fra tasso reale e crescita economica è stata del 3%, mentre la crescita economica si è aggirata attorno al 1,5% annuo. Ipotizzando la persistenza di questi dati, una stabilizzazione del rapporto debito/PIL al valore corrente del 1,19 richiederebbe un avanzo primario – definito da un eccesso di gettito fiscale rispetto alla spesa pubblica, al netto della componente degli interessi sul debito – di circa 3,5% del PIL in perpetuità<sup>2</sup>. Naturalmente, l'avanzo primario è sensibile anche a piccole variazioni del tasso reale e della crescita economica. Ad esempio, se invece del campione 2000-2007, si utilizzasse un campione più lungo, dal 1990 al 2010, otterremmo che la media annuale del tasso reale scende a 3,63% e la crescita economica a 0,98%, da cui segue che la stabilizzazione del rapporto debito/PIL al 1,19 richiederebbe un avanzo primario del 3,1% del PIL<sup>3</sup>. Tutto questo prima che i mercati penalizzassero il debito italiano; con il crescere dello spread del titolo italiano rispetto al Bund tedesco è aumentato il fardello dell'avanzo primario necessario per stabilizzare il fatidico rapporto. E' ancor maggiore sarebbe lo sforzo se l'Italia, invece di stabilizzare al 1,19, volesse realizzare il target dello 0,6 previsto dal Trattato di Maastricht.

E' plausibile un tale sforzo, si domanda Wolf? La sua risposta è “I wonder”, ne dubito. Il dubbio è legittimo perchè surplus primari di questa dimensione in perpetuità comportano un enorme peso per gli italiani di oggi, ma ancor più per gli italiani che vivranno domani e dovranno pagare il costo del debito contratto dai vecchi italiani. A parte problemi di

---

<sup>2</sup> La formula (asintotica) è:  $\text{avanzo primario/PIL} = [(\text{tasso reale} - \text{crescita economica}) / (1 + \text{crescita economica})] (\text{debito/PIL})$ . Martin Wolf parla di un surplus primario di “circa” 4% del PIL.

<sup>3</sup> Si legga in proposito [Presbitero e Rebucci \(2011\)](#).

**Figura 1:** *Conto corrente della Bilancia dei Pagamenti Italiana (% PIL), 1995-2011.*

Fonte: Fondo Monetario Internazionale (2011b)

equità, è credibile impegnare un governo di oggi su una politica di austerità i cui effetti si protrarranno in perpetuità? Un surplus primario significa subire costi (gettito fiscale) in eccesso del valore delle prestazioni (spesa pubblica al netto degli interessi) per trasferire risorse, non soltanto a altri italiani che detengono i titoli di stato, ma anche ai numerosissimi detentori esteri. Il trasferimento di risorse all'estero è la conseguenza di una calante competitività delle esportazioni italiane. Nella Figura 1 ho tratteggiato il bilancio di conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana dal 1995 ad oggi. Da esso si evince che la retta interpolante ha una pendenza decisamente negativa e che il punto di rottura fra saldi positivi e saldi negativi ha luogo un anno dopo l'entrata dell'Italia nell'UEM. E' da dieci anni che l'Italia soffre di deficit di conto corrente che sono finanziati, in gran parte, con la vendita di titoli di stato all'estero. Non siamo stati capaci di aggiustarsi con la produttività e quindi soffriamo di un differenziale sfavorevole sui costi che comporta un apprezzamento reale dell'euro-Italia rispetto all'euro-Germania. Quindi non è solamente il debito che appesantisce il Paese, ma anche gli squilibri esterni.

Sulla base di queste considerazioni ho proposto un consolidamento del debito che possa abbattere una parte dello stock e imporre, non con parole o leggi poco credibili, ma con il vincolo imposto dai mercati finanziari una disciplina fiscale sul bilancio dello stato fino a quando tali mercati avranno riacquisito fiducia nella *res publica* italiana.

# Dalla crisi greca alle difficoltà dell'area dell'euro: problemi e possibili vie d'uscita

Luca Papi<sup>4</sup>

## Introduzione

La crisi greca è analizzabile per i suoi risvolti interni (cosa è meglio fare per far riprendere l'economia greca) e per i suoi risvolti sulle economie del resto dell'eurozona. Due questioni che sono tra loro strettamente collegate, ma che possono essere tenute distinte. Nel proseguo di questo intervento ci si soffermerà sul secondo aspetto.

Nonostante la Grecia abbia un debito pari al 4 per cento del debito dell'eurozona (Figura 2), la crisi greca ha preparato il terreno per l'emergere di una crisi di fiducia sui debiti sovrani e sulle banche di altri grandi paesi europei. Il contagio è già stato tale che la priorità attuale è evitare che questa crisi di fiducia si deteriori ulteriormente e provochi conseguenze molto negative sull'intero sistema finanziario europeo e non solo.

Ma come opera una crisi di fiducia sui debiti sovrani? Tutti gli operatori che si trovano ad avere passività a breve e attività a lunga sono potenzialmente bersaglio di una crisi di liquidità se per una qualche ragione i detentori di quelle passività perdono fiducia in esse e cercano di sbarazzarsene. Questo notoriamente vale per le banche, ma questa crisi ha mostrato che una qualche analogia può essere applicata anche agli stati sovrani che hanno attività a lunga (la loro capacità impositiva che per realizzarsi richiede tempo) e passività più a breve, nel senso che gli investitori possono vendere i titoli pubblici sul mercato secondario o rifiutarsi di comprarli su quello primario. È per questo motivo che le banche hanno accesso al credito di ultima istanza in caso di illiquidità; e il sostegno che possono ricevere, lo si è visto nel caso degli ultimi anni, può essere massiccio quando le patologie assumono caratteri sistemici.

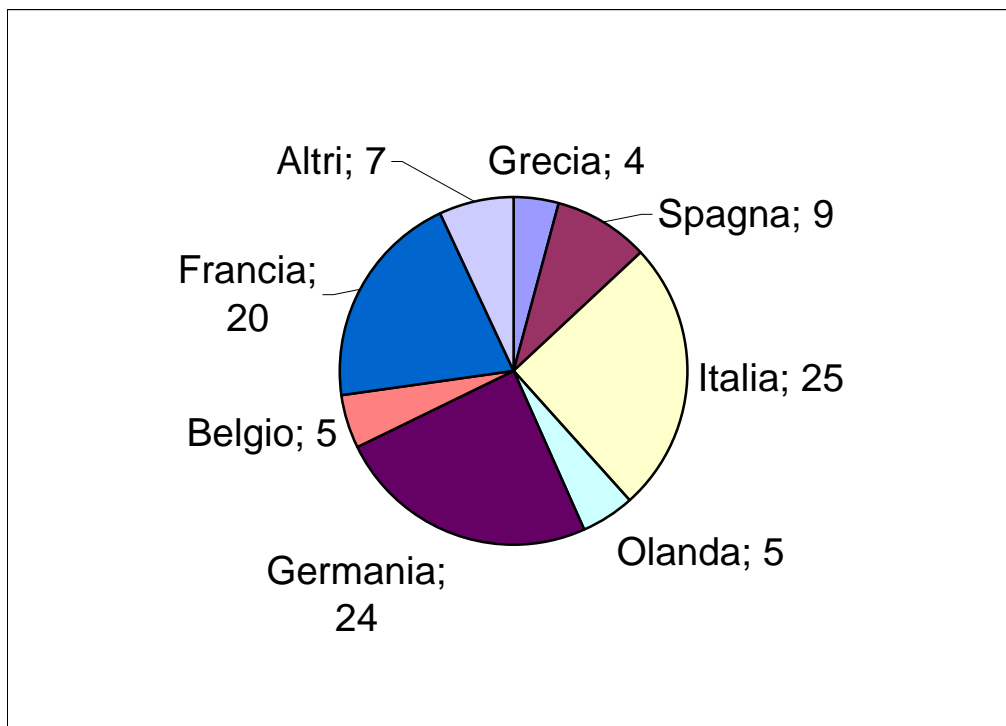
In modo simile e in situazioni di emergenza anche le autorità pubbliche possono ricorrere e contare su azioni straordinarie per contrastare una situazione di illiquidità riuscendo in ultima *ratio* ad attivare l'intervento della rispettiva banca centrale nazionale<sup>5</sup>. L'aspetto caratterizzante dell'eurozona, emerso in tutta evidenza con questa crisi, è che i paesi aderenti all'area dell'euro hanno perso il loro ricorso potenziale alle banche centrali nazionali (che avevano il monopolio della valuta nazionale) e non lo hanno sostituito con un meccanismo analogo che potrebbe funzionare tempestivamente come una sorta di credito di ultima istanza sistemica nei confronti dei debiti pubblici nazionali (quando minacciati da illiquidità). La creazione della Banca Centrale Europea (BCE) con i suoi vincoli statutari e con le sue principali responsabilità strettamente definite mal si adatta a svolgere efficacemente questa funzione. In carenza di questo ruolo i paesi dell'area dell'euro devono praticamente gestire i rispettivi debiti pubblici come se fossero denominati in valuta estera. Del resto dietro alla BCE non ci sono paesi riuniti in un unico stato federale, ma ci sono 17 paesi ancora fortemente indipendenti che vivono ognuno diversamente la solidarietà europea implicita in un intervento della comune banca

<sup>4</sup> Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali (Università Politecnica delle Marche) e MoFiR. E-mail: [l.papi@univpm.it](mailto:l.papi@univpm.it).

<sup>5</sup> Le banche centrali tipicamente e storicamente hanno svolto tre principali funzioni: mantenere la stabilità monetaria, assicurare la stabilità finanziaria e fornire supporto finanziario alle finanze pubbliche in periodi (eccezionali) di severa crisi economica e/o finanziaria. Su questi principali obiettivi e sulla loro rilevanza nei diversi periodi storici succedutisi nell'era delle banche centrali si rimanda a [Giannini \(2004\)](#) e [Goodhart \(2010\)](#).

centrale dell'euro a sostegno del debito di un paese. Ed è questa peculiarità della costruzione monetaria europea che caratterizza principalmente l'attuale difficoltà delle istituzioni finanziarie e dei paesi europei a fronteggiare l'aspetto più urgente e sintomatico della situazione europea.

**Figura 2:** Quote sul totale dei titoli pubblici dell'area dell'euro



Fonte: Fondo Monetario Internazionale (2011a)

## Le difficoltà degli stati e delle banche

Le conseguenze della crisi sui debiti sovrani si combinano con una potenziale difficoltà delle banche che sono a leva eccessiva e con esposizioni significative sui debiti sovrani europei. I problemi europei sono apparsi, e in alcuni casi si sono acuiti, con la crisi del 2007 quando alcune banche sono state salvate trasformando un problema di crisi bancarie in uno di debiti sovrani che si sta ripercuotendo di nuovo sulle banche (e sull'economia) in una sorta di circolo vizioso, con la novità che ora le economie, i mercati e certamente alcuni governi sono in una situazione di maggiore difficoltà se dovessero intervenire a sostegno delle banche. E infine, ma non meno importante, l'instabilità e l'incertezza del settore bancario trasmettono le difficoltà dei debiti sovrani al settore reale. L'incertezza sullo stato di salute delle banche rende più difficile e costosa la loro raccolta di fondi sui mercati, e a loro volta queste difficoltà e questi maggiori costi si trasmettono sulla disponibilità e sul costo del credito all'economia alimentando una spirale recessiva nel settore reale.

Ci sono così banche e stati in situazione di difficoltà e risolvendo i problemi del rischio sovrano (ora la causa principale e il problema impellente della crisi) dovrebbero per gran parte risolversi anche quelli delle banche (il sintomo della crisi).

Le difficoltà degli stati vanno però qualificate in termini di effettiva insostenibilità dei debiti pubblici e di potenziale illiquidità. E qui sta forse una delle principali difficoltà e divergenze di

opinione. In altri termini, hanno ragione i mercati che valutano e prezzano così negativamente lo stato di salute di certi paesi, o le condizioni delle economie nazionali e delle rispettive finanze pubbliche sono invece più sostenibili e meno preoccupanti?

Al di là di come si compongono i gruppi dei paesi con debiti insostenibili e di quelli invece potenzialmente illiquidi per sfiducia dei mercati, è chiaro che per i primi la soluzione preferibile è una ristrutturazione guidata e ordinata che coinvolga possibilmente volontariamente tutti i creditori. In particolare, al momento attuale il gruppo di paesi con debiti effettivamente considerati insostenibili dal mercato e dagli analisti sembrerebbe confinato alla piccola Grecia a causa dell'elevatezza del suo rapporto debito/PIL e dei disavanzi pubblici primari che ancora esprime.

L'alternativa di finanziamenti esterni in attesa di un riequilibrio delle finanze pubbliche greche si scontrerebbe con dimensioni di avanzi primari che dovrebbero essere una funzione crescente dello stock di debito pubblico che ne minerebbe la fattibilità e la credibilità.

Rimane quindi la strada della ristrutturazione del debito, una strada tuttavia che necessita di diverse istruzioni per chiarire innanzitutto la natura della ristrutturazione e le sue caratteristiche in termini di *haircut*, nuove scadenze e nuovi tassi. Più concretamente il primo vero dilemma sembra essere tra una ristrutturazione accettata dai creditori che si baserebbe sulla volontarietà dell'adesione o una ristrutturazione dichiarata e imposta unilateralmente dal paese debitore. La ristrutturazione volontaria avrebbe il vantaggio, secondo alcuni, di evitare che l'operazione venga classificata come un vera e propria bancarotta. La classificazione non è influente ai fini della ristrutturazione. Il riferimento principale è al trattamento dei cosiddetti *credit default swap*, i contratti derivati che procurano assicurazione sul rischio di bancarotta di un emittente. Se l'operazione dovesse essere considerata giuridicamente come una vera bancarotta le banche emittenti di *credit default swap* si troverebbero costrette a risarcire i titolari dei contratti con l'esborso di cifre cospicue<sup>6</sup>. D'altro canto la ristrutturazione su base volontaria potrebbe non essere sufficiente per riposizionare l'economia greca su un sentiero di rinnovata sostenibilità e quindi non essere considerata credibile.

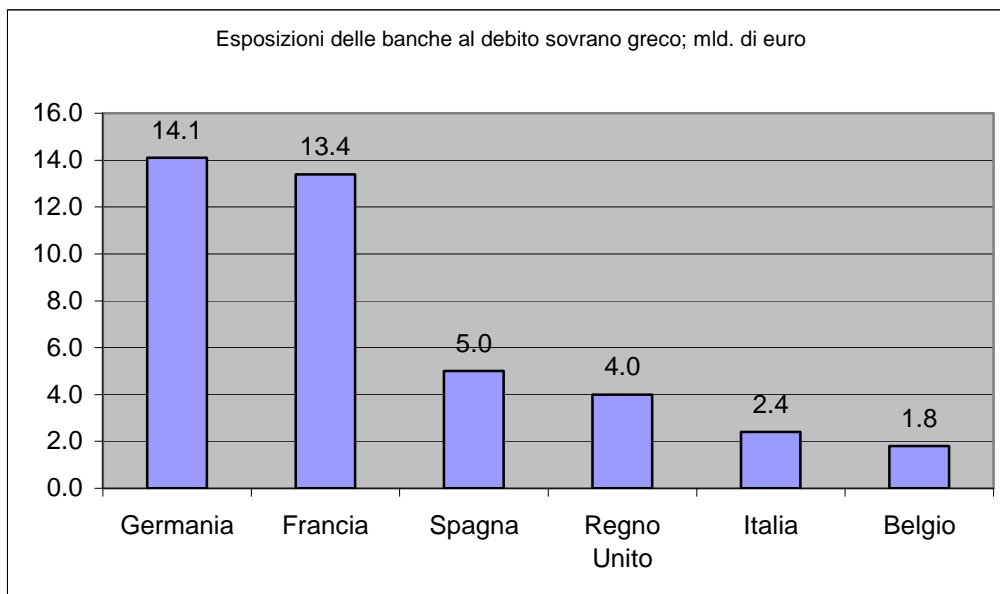
Per il livello di integrazione finanziaria internazionale che si osserva oggi in Europa la ristrutturazione richiederebbe una preventiva messa in sicurezza delle banche interessate dalla svalutazione del debito greco. Pur essendo ancora presente un fenomeno di *home bias* significativo, buona parte dei vari titoli pubblici nazionali sono nei portafogli delle principali banche europee (per il caso greco in particolare la situazione è quella rappresentata nella Figura 3). Questi titoli pubblici sono solo in minima parte tenuti dalle banche nel portafoglio di negoziazione (*trading book*) dove sono valutati ai prezzi di mercato (*marked to market*) con rispettivi valori già riflessi nella situazione contabile del patrimonio delle banche.

Secondo dati riportati dall'ultimo *Global Financial Stability Report* (Fondo Monetario Internazionale, 2011a) questa quota si ragguaglierebbe al 12 per cento delle esposizioni verso debiti sovrani, lasciando quindi una quota preponderante di questi titoli nel portafoglio di proprietà dove le valutazioni sono basate su modelli interni che non sempre riflettono compiutamente il deterioramento effettivo espresso dal mercato e che quindi non sempre determinano i conseguenti accantonamenti che impatterebbero sul valore del patrimonio delle banche.

---

<sup>6</sup> La decisione sulla classificazione dell'evento ai fini dell'esistenza o meno di una situazione di default è demandata all'ISDA (*l'International Swaps and Derivatives Association*) che raccoglie le principali banche e gli operatori del settore dei principali paesi.



**Figura 3:** *La distribuzione dei titoli pubblici greci tra le banche dei principali paesi europei*

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali (2011)

La necessità di una preventiva ricapitalizzazione sarebbe quindi principalmente giustificata dalle conseguenze negative che una corretta valutazione dei titoli pubblici comporterebbe una volta riconosciuto lo scadimento del loro valore in seguito alla ristrutturazione del debito. Una situazione quasi paradossale dove alle banche si riconosce quindi l'inadeguatezza del capitale nei confronti di un asset (i debiti sovrani) per il quale la stessa attuale regolamentazione non richiede ancora alcun assorbimento di capitale<sup>7</sup>. Peraltro se al momento la questione della ricapitalizzazione delle banche sembra essere presente nella gran parte delle dichiarazioni dei governanti europei - e non solo del Fondo Monetario Internazionale (FMI) che per primo l'aveva contemplata - non è ancora chiaro come questa ricapitalizzazione dovrebbe realizzarsi e ad opera di quali capitali, ovvero quale tipo di coinvolgimento dovrebbe avere il mercato, le finanze pubbliche o eventuali prestatori internazionali quale lo European Financial Stability Fund (EFSF).

Per i paesi bersaglio della crisi di fiducia (i paesi "vulnerabili") ci sono invece cinque possibili soluzioni (o combinazioni delle stesse):

- interventi della BCE;
- interventi del neo costituito EFSF;
- sostegni degli stati che possono ancora intervenire a favore di quelli in difficoltà;
- emissione di eurobonds, con sostituzione di una parte dei debiti nazionali con debiti dell'eurozona;

<sup>7</sup> Su questo punto la regolamentazione in vigore, ora in fase di rivisitazione, sembra aver dimenticato i vari casi di crisi di debiti sovrani che nella storia hanno causato crisi bancarie, a partire dalla storia finanziaria del XIII e XIV secolo quando il monarca inglese, Edoardo III, dichiarò bancarotta e non restituì i debiti contratti con i banchieri fiorentini della famiglia dei Peruzzi determinando una delle prime crisi bancarie documentate (Cipolla, 1982).

- interventi del FMI.

Gli interventi della BCE suggerirebbero nei fatti il riconoscimento della funzione di assicurare la stabilità finanziaria all'interno della funzione obiettivo della BCE; in altre parole, ciò significherebbe assumere il ruolo di prestatrice di ultima istanza non solo nei confronti delle banche, ma anche degli stati sovrani dell'eurozona. Gli interventi dell'ESFS, costituito per affrontare le crisi dei piccoli paesi periferici dell'eurozona (Grecia, Irlanda e Portogallo), non avrebbero la capacità finanziaria sufficiente per fronteggiare la crisi di paesi vulnerabili e di grandi dimensioni. Stessa obiezione si applicherebbe alla terza ipotesi sopraindicata, ossia l'intervento di un paese terzo, ammesso che qualche paese abbia la disponibilità politica ed economica ad intervenire a sostegno dell'area in difficoltà. E in modo ancora analogo si potrebbe dubitare della capacità del FMI di disporre di una potenza di fuoco adeguata per affrontare la crisi di grandi paesi<sup>8</sup>.

Rimangono infine gli interventi basati sull'emissione di *eurobonds* criticabili principalmente sul piano più politico essendo da molti considerati un viatico per introdurre una sorta di unione politica in assenza di una legittimazione democratica; l'obiezione politica è che rendere responsabili fiscalmente i contribuenti di un paese per le scelte di spesa pubblica di un altro paese potrebbe alimentare una forte avversione politica nei confronti della stessa unione monetaria minandone il supporto dei cittadini europei.

Tra queste cinque ipotesi è dunque preferibile per varie ragioni la prima. Non solo per la celerità, per i minori problemi politici, ma soprattutto perché gli interventi della banca centrale hanno il vantaggio delle maggiore credibilità dovuta alla illimitata potenzialità derivante dal monopolio di creare liquidità. Forte di questa caratteristica esclusiva delle banche centrali con propria moneta, la BCE potrebbe, ad esempio, garantire o impegnarsi nei confronti del rinnovo dei debiti in scadenza. Similmente a quanto fatto in occasione della crisi bancaria nel 2008 quando l'annuncio da parte di alcuni paesi di garantire il 100 per cento dei depositi arginò la crisi. Il solo annuncio potrebbe bloccare la crisi di fiducia e evitare anche che si rendano necessari interventi significativi sui mercati da parte della stessa BCE.

L'EFSF, così come è attualmente congegnato, assolve solo parzialmente a questo ruolo di pompiere della crisi di illiquidità non avendo le risorse sufficienti per una crisi di grandi dimensioni. Ecco perché è importante creare un eventuale legame con la BCE, l'unica istituzione che ha potenza di fuoco illimitata e di gran lunga l'istituzione che più di ogni altra sarebbe capace di calmare le preoccupazioni e le incertezze della crisi di fiducia nei debiti dell'eurozona.

I dettagli istituzionali e le forme tecniche vanno studiati, ma sono un problema di secondaria importanza se c'è la volontà di andare in questa direzione<sup>9</sup>. È chiaro che questo richiede il consenso dei principali paesi europei e della BCE che però continua - forse in un gioco di posizione con i governi per difendere la sua autonomia e per responsabilizzarli e per non

---

<sup>8</sup> Il FMI dovrebbe infatti aumentare le proprie risorse disponibili attraverso un aumento dei contributi degli stati membri rivedendo probabilmente la distribuzione delle sue quote tra i diversi paesi. Peraltro lo stesso FMI è già stato criticato da parte di alcuni paesi emergenti per essersi già troppo esposto verso il rischio Europa con gli interventi già decisi a favore dei piccoli paesi europei.

<sup>9</sup> Forse basterebbe registrare il Fondo come banca che può accedere a quel punto ai rifinanziamenti della BCE garantiti dai titoli di stato che il fondo potrà acquistare (Gros e Mayer, 2011), o tramite BEI che compra titoli del Fondo e che poi si rifinanzia presso la BCE: alla fine della catena c'è sempre e solo il potere di creare moneta della BCE.

confondere le prerogative fiscali con quelle monetaria - a dichiararsi contraria all'utilizzo della Banca stessa per aumentare le risorse dell'EFSF attraverso la leva finanziaria<sup>10</sup>.

La soluzione qui proposta avrebbe anche il vantaggio di sedare i timori dei mercati e le incertezze che stanno contagiando alcuni grandi paesi, come Spagna e Italia, e risolvere anche gran parte dei problemi bancari. Va infatti riconosciuto che la crisi dei debiti dei paesi vulnerabili e quella delle banche sono strettamente intrecciate e richiedono pertanto una soluzione simultanea che affronti allo stesso tempo la situazione critica di tutti i paesi e risolva i dubbi del mercato sul valore e sul futuro delle banche (si veda, tra gli altri, [Wyplosz, 2011](#)).

## Dalla cura dei sintomi alla cura delle cause

Tutto quanto discusso in precedenza si riferisce alla soluzione temporanea e prioritaria della fase acuta della crisi di fiducia e del problema degli attacchi dei mercati al debito dei paesi vulnerabili, ossia solvibili ma potenzialmente illiquidi.

In realtà questa crisi non è solo una crisi di fiducia, ma è una perturbazione molto più complessa che riguarda la mancanza di convergenza tra paesi che condividono sì una valuta comune ma registrano una serie di iniziative incompiute sugli altri fronti istituzionali, politici ed economici. Del resto la complessità non dovrebbe stupire visto che si riferisce ad uno dei progetti di integrazione economico-politica più ambiziosi che la storia abbia mai registrato. Non solo ma l'intreccio tra problemi di finanza pubblica, stato di salute delle banche e divergenze delle economie reali dei paesi rende questa crisi particolarmente complicata. Sostanzialmente si tratta di una duplice crisi, ovvero finanziaria (che ha a che fare con i limiti della regolamentazione finanziaria e con la gestione degli squilibri dei grandi stock accumulati) e reale (che ha a che fare con gli squilibri dei flussi fiscali e con le diverse competitività delle diverse economie europee che si riflettono poi sugli squilibri della parte corrente dei conti con l'estero).

Questi problemi diventano ancora più severi e difficili da trattare se ci si trova - come oggi ci troviamo - in una fase transitoria dell'integrazione europea, ovvero in una sorta di interregno dal punto di vista istituzionale e politico, in una fase di passaggio con l'euro condiviso ma con le politiche e gli strumenti per raccogliere i benefici ancora da completare.

A questo punto non sembrano esserci soluzioni semplicistiche e soltanto due percorsi si presentano come possibili.

- Si accelera verso una maggiore integrazione politico-istituzionale che potrà contribuire ad alleviare i problemi delle singole aree dell'Europa. Ciò comporterebbe, tra le altre cose, un maggior ruolo per il bilancio pubblico dell'Unione, una maggiore integrazione e sorveglianza delle politiche fiscali, un maggior coordinamento delle politiche per la competitività. Ma questo richiede un consenso politico legittimato da un processo democratico e paradossalmente la crisi se, da un lato, ha evidenziato la necessità di una maggiore coesione politica, dall'altro ha probabilmente comportato maggiori difficoltà a far accettare tra il pubblico questa direzione di marcia. Ecco allora che servirebbero politici illuminati e coraggiosi che spiegassero all'opinione pubblica la strada da seguire, contrastassero l'insofferenza tra paesi che la crisi economica sta alimentando e ricordassero le ragioni ultime della convivenza e del disegno europeo.

<sup>10</sup> Si vedano, ad esempio, le recenti dichiarazioni di Trichet rilasciate durante l'ultima conferenza stampa del suo mandato.

- Se invece ci si attarda nella transizione alcuni paesi più di altri rimarranno nel territorio attuale *dell'agonia dell'interregno*. In questo caso si complicheranno i nodi e i problemi e si accentueranno le distanze tra i paesi europei. Del resto l'esperienza di questi primi 10 anni di unione monetaria ha evidenziato i limiti e i vincoli di una moneta comune tra economie e paesi molto diversi. Contrariamente alle aspettative iniziali, si sono registrate dinamiche che ci hanno allontanato dai requisiti che un'area dovrebbe avere per essere considerata un'area valutaria ottimale. Oggi siamo forse più lontani di qualche anno fa perché gli squilibri macroeconomici all'interno dell'area si sono accresciuti. Rispetto ai paesi del centro Europa, Germania in testa, il gruppo di paesi del sud Europa si è caratterizzato per significative perdite di competitività, andamenti del costo del lavoro per unità di prodotto e tassi di inflazione più elevati, e conseguenti sbilanci negativi della parte corrente della bilancia dei pagamenti. E nell'interregno anche la solidarietà internazionale verso i ritardatari risulta meno disponibile.

Rimane aperta l'opzione carsica dell'abbandono dell'euro. Ma è un'opzione realistica? Tutto è possibile, ma non ci sono molti precedenti nella storia dei paesi (ci sono precedenti di un cambio della moneta verso una moneta più forte e il caso dell'abbandono dei cambi fissi o di un *currency board*, ma non dell'adozione di una valuta allo stesso tempo nuova e più debole). Si tratta quindi di fare un'analisi costi e benefici di un caso che non ha precedenti esperienze nella storia economica; i benefici sono più facili da individuare, ma i costi sono difficili da quantificare. E comunque una volta stimati andrebbero confrontati con il livello e i tempi del caso alternativo (l'agonia dell'interregno).

Ma la risposta è che i costi e i rischi sono comunque così elevati da renderli non confrontabili con i costi comunque pesanti dell'agonia dell'interregno<sup>11</sup>. Peraltro nel caso di abbandono della moneta comune i costi si manifesterebbero con devastante irruenza economica e sociale e concentrati nell'immediato, mentre nel caso dell'agonia dell'interregno sarebbero spalmati e gradualmente crescenti.

La strada maestra è quindi quella di agire, da un lato, sulla durata dell'interregno, accelerando con le iniziative e le riforme per andare più rapidamente verso l'integrazione politico-istituzionale e dall'altro sulla prevenzione delle crisi bancarie imponendo una più efficace regolamentazione sulla base di quanto imparato dalla crisi finanziaria recente.

Del resto era proprio questo il vero spirito della sequenza del progetto europeo (prima l'unione monetaria per poi spingere e anticipare l'unione politica, obiettivo ultimo dell'intero progetto) e di tanti europeisti (da ultimo gli stessi industriali di Germania, Francia e Italia che hanno firmato un appello per una più stretta integrazione pubblicato lo scorso 8 ottobre).

E i tempi si possono accorciare realizzando la riduzione degli squilibri, riducendo gli stock, liberando risorse per quelle riforme strutturali attraverso le quali, da un lato, si promuove la competitività dei paesi e dall'altro si costruisce la credibilità che serve per avere quel riconoscimento internazionale che rappresenta uno dei requisiti per far accettare ai partner più virtuosi il progetto di una più stretta integrazione politica tra i diversi paesi europei che ancora marcano a diverse velocità.

---

<sup>11</sup> Un caso recente per molti versi analogo a quello qui paventato è quello argentino. Si veda (Blejer e Yeyati, 2010) per una succinta discussione dei costi (elevatissimi) associabili all'abbandono di una valuta forte per una più debole.

# L'unica opzione per la Grecia si chiama BCE

Pier Franco Giorgi<sup>12</sup>

## Il realismo dei mercati

I prezzi dei titoli di stato emessi dalla Grecia lungo tutta la curva per scadenze superiori all'anno esprimono livelli da default. Quotazioni inferiori al 40% del nominale possono rappresentare la presumibile quota di realizzo che il creditore potrebbe ottenere in caso di fallimento dell'emittente. L'unico settore della curva che ancora "regge" anche se con spread denaro/lettera elevatissimi è quello a brevissimo termine, segmento che tra l'altro "contiene" il 20% del debito Greco. Dunque è possibile dire che il mercato "quota" il default Greco oltre l'orizzonte temporale di pochi mesi (Tabella 1).

**Tabella 1: GRECIA (Prezzi e Rendimenti Titoli Governativi a fine Ottobre 2011)**

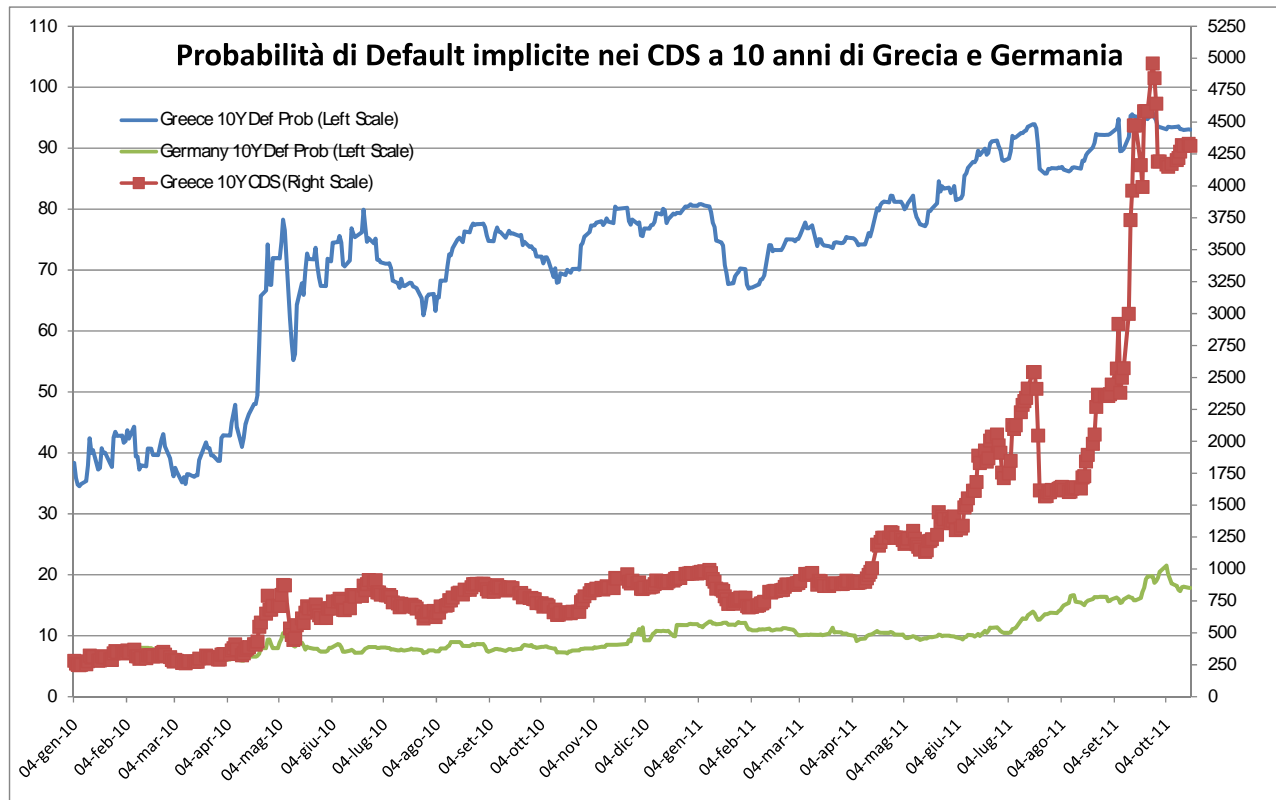
	3M	2Y	5Y	10Y	30Y
Price Bid	97.965	38.276	36.443	36.451	27.574
Rendimento	9.232	93.457	30.718	24.554	17.134
Price Ask	99.215	43.777	41.988	42.234	33.266
Rendimento	3.516	77.577	26.422	21.427	14.418

Dalla Figura 4 possiamo notare come le probabilità di default associate ai CDS sui governativi a 10 anni emessi dalla Grecia siano attualmente oltre il 90%, corroborando quanto detto in precedenza.

La cosa interessante è che tra alti e bassi tali probabilità si sono stabilmente attestate sopra il 70% già dal maggio 2010 quando, con l'avvicinarsi di due scadenze da rifinanziare per circa 22 mld di euro a tassi già decisamente elevati, si è iniziato a pensare alla necessità di una ristrutturazione del debito greco; contestualmente è stato approvato un primo piano di salvataggio con l'erogazione di un prestito di 110 mld di euro (80 circa da parte di paesi dell'UEM mediante prestiti bilaterali e 30 dal FMI).

Un'altra considerazione a supporto di quanto si afferma si desume dalla Figura 5 che mostra (in corrispondenza dei livelli di CDS a 5 anni sul debito pubblico greco) il profilo storico dei volumi dei credit *derivatives* conclusi sul mercato. E' evidente come il mercato abbia raggiunto la convinzione che la Grecia potesse rischiare il default già nei primi mesi dell'anno scorso. Da allora i volumi sono rimasti sostanzialmente stabili. Da notare inoltre che il volume complessivo di tali CDS è di circa 80 miliardi di dollari, non enorme se si pensa che il solo mercato europeo dei CDS ammonta a circa 1000 miliardi di dollari. Tuttavia l'eventuale verificarsi di un evento di default e la conseguente liquidazione dei *payout* dei CDS sulla Grecia metterebbe in difficoltà l'intero sistema finanziario con effetti domino non quantificabili a priori e non prevedibili nelle interconnessioni a livello di sistema finanziario; infatti l'eventuale dichiarazione formale del default sulla Grecia trascinerebbe con certezza i venditori di protezione, a loro volta esposti a un rischio concreto di default. Particolare non indifferente da considerare è che gran parte di questi CDS sono detenuti da *Hedge Funds*, Fondi Pensione e di Previdenza Assicurativa,

<sup>12</sup> Vice Direttore Generale, Banca delle Marche. E-mail: [pierfranco.giorgi@bancamarche.it](mailto:pierfranco.giorgi@bancamarche.it).

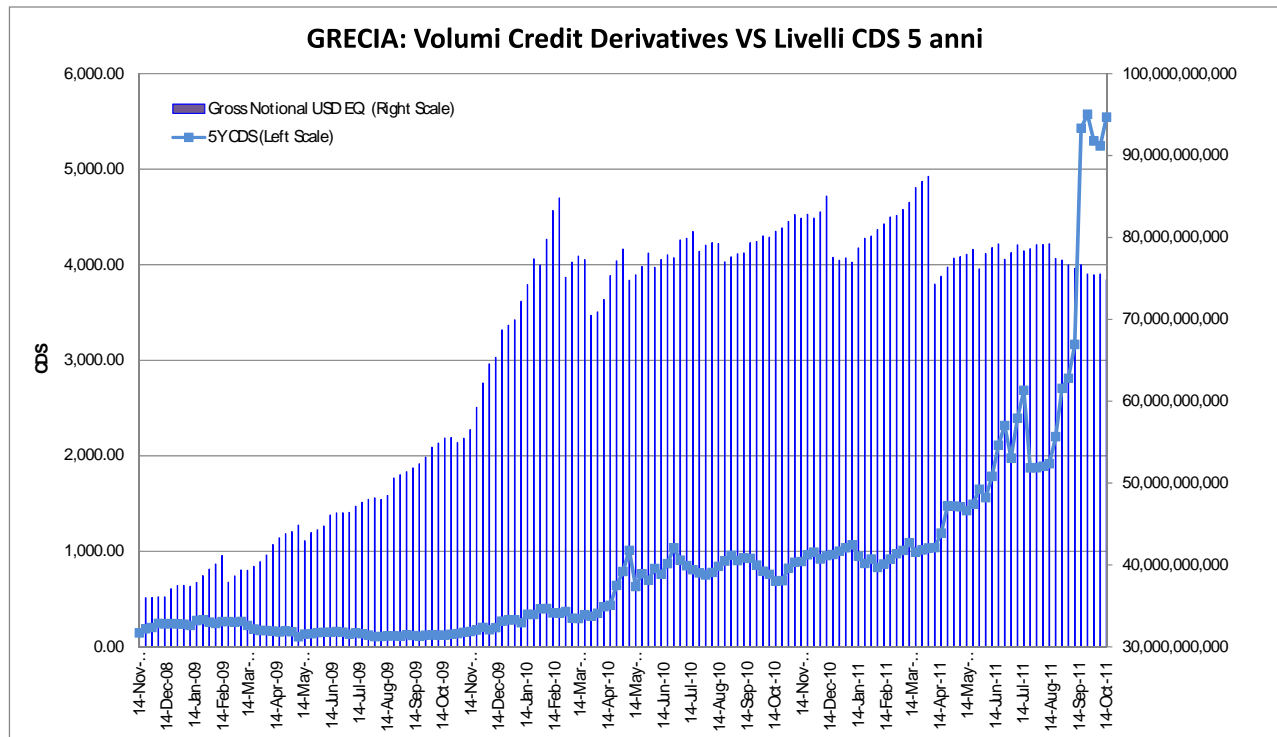
**Figura 4:** *Provabilità di default implicite nei CDS a 10 anni, Germania e Grecia*

cioè (senza contare gli Hedge) la parte più “reale” della finanza europea. Per questo motivo si sta cercando di escludere dalla lista dei *credit events* operazioni come la ristrutturazione del debito greco via *swap* e coinvolgimento del settore privato.

La tabella 2 si riferisce al 1° Trim 2011; Il debito pubblico Greco ammonta a 354 miliardi di Euro di cui circa la metà detenuto internamente (la maggior parte, 48 mld, da Banche e Istituzioni Finanziarie e altri 30 mld da Fondi Pensione e di Previdenza). Il resto è detenuto all'estero (circa 200 mld), di cui 70 mld dalle principali Banche europee. La quota più importante (circa 115 mld di euro) è detenuta nei portafogli dell'Eurosistema e dell'UE/FMI a fronte di prestiti e titoli previsti nell'ambito del piano di salvataggio del 2010.

La quota di bond greci detenuta dalle banche private europee non è di per se preoccupante per la loro solvibilità, tuttavia le quotazioni ne risentirebbero in maniera importante e il rischio che le condizioni di funding e di liquidità (anche sul mercato interbancario) possano peggiorare notevolmente sarebbe molto elevato. Da ricordare inoltre che le banche sono esposte notevolmente anche verso altri settori dell'economia greca, che sicuramente non passerebbero momenti facili in corrispondenza di un default dello stato sovrano.

Quello che è peggio è che, in realtà, il sistema bancario europeo è esposto, con logiche e meccanismi analoghi a quelli descritti per la Grecia, sul debito emesso da tutti i PIIGS; in sostanza l'Europa siede su una bomba atomica di natura finanziaria che nessuno ha il coraggio di disinnescare. L'unica sostanziale differenza è che le banche europee non hanno necessariamente la stessa esposizione ai PIIGG: quelle italiane sono prevalentemente esposte

**Figura 5:** *Grecia: volumi dei credit derivatives e livelli CDS a 5 anni***Tabella 2:** *Il debito pubblico Greco*

	mld. di €	%
<b>Debito pubblico Grecia</b>	<b>354.54</b>	
- di cui detenuto in Grecia	154.06	43.5
- principali banche e altre ist. finanziarie greche	47.80	13.5
- investitori istituzionali	30.0	8.5
- Banca centrale nazionale (prestiti)	6.15	1.7
- altro	70.10	19.8
- di cui detenuta da non residenti	200.49	56.5
- principale banche estere	52.00	14.7
- altre principali istituzioni finanziarie estere	18.40	5.2
- Banche centrali nazionali estere	13.10	3.7
- Bce (Securities Markets Programme)*	49.00	13.8
- Ue/FMI (prestiti per piano di salvataggio)	53.24	15.0
- altro	14.74	4.2

Fonte: Barclays Capital, Fondo monetario internazionale, Banca di Grecia, Ministero del Tesoro greco, elaborazioni Prometeia.  
\* Stime Barclays

sul debito del proprio paese mentre all'estremo le francesi e tedesche detengono in misura rilevante debito sovrano di tutti i paesi europei più rischiosi.

In sintesi i principali motivi che fino ad oggi hanno indotto a ritardare la comunicazione formale del default della Grecia vanno individuati:

- nella elevata probabilità di retroazione degli effetti diretti (svalutazione del debito) e indiretti (CDS) del default sui bilanci di tutte le banche europee;
- nell'ulteriore effetto di retroazione dai bilanci bancari ai debiti sovrani per la necessità di ricapitalizzazioni che il mercato non potrebbe garantire

oltre che nella possibilità che ottenuto un primo successo con la Grecia i mercati vadano a testare la sostenibilità di debiti pubblici di paesi più importanti.

## Default del debito sovrano e regolamentazione bancaria

Uno dei potenziali meccanismi di trasmissione del default della Grecia al sistema bancario va anche ricercato nella nuova regolamentazione prudenziale e, come detto, nella elevata probabilità di retroazione degli effetti diretti (svalutazione del debito) e indiretti (CDS) del default sui bilanci di tutte le banche europee.

Non si intende esprimere giudizi sulle regole in quanto tali ma semplicemente evidenziarne il peso in una situazione esplosiva come quella attuale.

In particolare i presidi sul rischio di liquidità delle banche assegnano ai titoli del debito pubblico europeo un ruolo centrale: ciò avviene nel caso specifico del Liquidity Coverage Ratio (LCR).

Il LCR definisce la liquidità come il rapporto tra le risorse in contante disponibili, o che lo saranno nel prossimo futuro (numeratore), e il contante che nel prossimo futuro sarà necessario per far fronte al rimborso di passività e all'acquisto di attività (denominatore). Prescelto un orizzonte temporale (30 giorni nella formulazione di Basilea 3), la condizione di liquidità è rispettata se il rapporto è pari ad 1 nel continuo: le disponibilità di contante, o ciò che nei trenta giorni sarà disponibile sotto tale forma, sono in grado di fronteggiare il contante che sarà utilizzato per rimborsare passività e/o acquisire attività.

A tale definizione di liquidità concorrono quindi tre concetti:

1. il primo che vede il contante come principale attività liquida;
2. il secondo costituito dalle risorse che nel periodo di 30 giorni saranno trasformate in contante;
3. il terzo costituito dalla struttura che genera il fabbisogno di contante nel periodo.

Il **primo punto** non ha bisogno di commenti.

Molto più complesso è valutare il **secondo**: quali classi di attività possono essere trasferite ad altre controparti per generare contante senza che ne sia compromessa l'integrale sostituzione monetaria con il contante stesso?

Secondo Basilea 3 tali attività sono rappresentate da i) depositi presso la banca centrale (incluso il saldo del deposito di riserva obbligatoria), ii) titoli di debito emessi da uno stato appartenente all'Unione Europea (almeno per il 60% del totale) e iii) titoli di debito emessi da controparti corporate e/o finanziarie (in tal caso esclusivamente sotto forma di covered bond) con un rating minimo di AA-(fino al massimo del 40%).

Per essere in tutto e per tutto equivalenti al contante gli attivi della specie dovrebbero possedere il requisito monetario, imprescindibile, della capacità di mantenere il proprio valore in qualsiasi condizione di mercato. La trasferibilità infatti, con l'eccezione del contante, non



è una condizione assoluta di talune classi di attivo ma relativa; quando tutte le banche che intendessero procurarsi contante lo facessero trasferendo simultaneamente ogni altra classe di attività ritenuta liquida, nessuna di queste lo sarebbe realmente.

In parte il regolamentatore ha fornito una risposta al problema del valore: le plusvalenze e le minusvalenze sui titoli di debito detenuti nel portafoglio “Attività finanziarie disponibili per la vendita”, ai soli fini del calcolo del patrimonio di vigilanza, possono essere neutralizzate come se, di fatto, tali titoli fossero valutati al costo. E’ evidente che un criterio diverso che obbligasse le banche a dedurre in modo integrale le minusvalenze dal patrimonio creerebbe il presupposto per una estrema volatilità del capitale bancario, obbligando a continue e crescenti ricapitalizzazione. Proprio per tale ragione la Banca d’Italia, a maggio dello scorso anno, ha modificato il criterio “asimmetrico”, in uso nella più restrittiva vigilanza bancaria italiana, che prevedeva la integrale deduzione delle minusvalenze dal patrimonio di qualità più elevata, adottando il criterio della neutralizzazione delle eventuali minusvalenze sui titoli di Stato.

Se venisse pertanto a mancare la certezza del valore, come nel caso del default della Grecia, il problema potrebbe essere affrontato solo ed esclusivamente ammettendo al risconto presso la banca centrale il pool di attività illiquide, poiché solo la banca centrale, esercitando il ruolo di *prestatore di ultima istanza*, può convertire tali attività in contanti stampando moneta. Su questo punto è importante evidenziare come FED e BCE si comportino in modo diametralmente opposto, laddove la prima agisce mediante logiche di *quantitative easing* sul debito emesso dal bilancio federale e accettando, come collaterali dalle proprie banche, *asset* di tutti i tipi, la seconda rinunciando di fatto ad entrambe le soluzioni.

E’ di tutta evidenza che il problema assume dimensioni rilevanti se si considera la quantità di debito sovrano presente nei portafogli delle banche europee la cui acquisizione ha rappresentato una risposta alla prossima introduzione di regole come quella del LCR su cui la cosiddetta *moral suasion* per una rapida convergenza ai valori di equilibrio è stata tutt’altro che marginale.

Il **terzo punto** ed ultimo punto è legato alla struttura che genera il fabbisogno di contante; sempre nella formulazione di Basilea 3 tale fabbisogno (il denominatore del LCR), indotto da scadenze di passività e /o acquisto di attività, è accresciuto, in situazione di stress, dalla circostanza che:

1. non tutte le passività bancarie verrebbero rinnovate: in particolare, per simulare situazioni di crisi di liquidità nel periodo di 30 giorni, alla raccolta da clientela vengono applicate percentuali variabili di *run off* che quantificano la cosiddetta *corsa agli sportelli* (maggiori per i depositi delle grandi imprese e minori per le famiglie), con la previsione del blocco assoluto del mercato interbancario e dei capitali;
2. l’utilizzo delle linee di fido aumenterebbe, drenando la liquidità disponibile.

Il default del debito sovrano detenuto come buffer di liquidità avrebbe sul fabbisogno di liquidità delle banche effetti incrementali proprio nel momento in cui i medesimi titoli dovrebbero concorrere alla sua copertura, copertura del tutto assente qualora fossero dichiarati in default.

Prima di passare all’unica soluzione possibile al caso Grecia non resta che constatare che la regola qui commentata - quella del LCR - è stata certamente introdotta a fin di bene ma senza prevedere la conseguenza che avrebbe prodotto nel caso di default del debito sovrano su cui le banche hanno investito.

Infatti la regola nasce per la prevenzione del rischio di illiquidità del sistema bancario sull’evidenza di quanto accaduto con il default della Lehman ma non tenendo conto della

possibilità che a fallire fosse uno stato sovrano su cui la legge induce ad investire. Ciò sarebbe oltretutto comprovato dal fatto che nelle prove di stress a cui l'EBA ha sottoposto il sistema bancario europeo il default in esame non è stato assunto a riferimento. Almeno fino ad oggi.

## Quale la soluzione per la Grecia? - Muni Bond e Governativi Europei

La Tabella 3 mostra i livelli di CDS di alcuni Stati americani e di alcuni Stati Sovrani Europei.

**Tabella 3:** *Livelli Credit Default Swap Stati Uniti (Singoli Stati e Governativi) e Governativi Europei - Dati a metà Ottobre*

	10 anni	5 anni		10 anni	5 anni
State of Illinois	285	87	Greece	4329	5562
California (State of)	265	235	Portugal	1019	1211
State of Florida. Department of transportation	193	103	Ireland	642	775
State of New Jersey	191	130	Italy	426	442
State of Michigan	183	70	Spain	365	376
State of Connecticut	166	141	Belgium	299	297
State of New York	161	138	France	196	181
State of Nevada	155	166	Denmark	139	127
State of Ohio	152	94	Netherlands	116	100
State of Florida	136	114	Germany	111	93
State of Winsconsin	115	93	United Kingdom	108	90
State of Hawaii	112	272	Finland	86	73
State of South Carolina	111	166	Sweden	71	58
State of Missisipi	110	71	Norway	57	47
Washington (State of)	108	96			
State of Maryland	105	158			
State of Texas	99	83			
State of North Carolina	88	130			
State of Minnesota	88	97			
Media	<b>149</b>	<b>129</b>	Media senza GRE, IRL, PRT	<b>179</b>	<b>171</b>
Indice MCDX	<b>232</b>	<b>198</b>	Indice SovX	<b>296</b>	<b>325</b>
Treasury	56	44			

Fonte: Barclays Capital, Fondo monetario internazionale, Banca di Grecia, Ministero del Tesoro greco, elaborazioni Prometeia.  
\* Stime Barclays

Per quanto riguarda gli stati americani i dati sono stati estratti da un indice, l'MCDX, che calcola un valore medio di rischio di credito su un paniere di 50 Municipals, Stati e istituzioni pubbliche collegate ai singoli stati americani, come aziende di trasposto statali, energetiche ecc. ecc.

Per la parte Europea l'indice di riferimento usato è il SovX, che calcola il rischio di credito medio su un basket di governativi Europei.

Quello che emerge è che l'Europa, escludendo i paesi più a rischio come Grecia, Irlanda e Portogallo, presenta livelli di spread medi molto vicini a quelli corrispondenti degli stati americani. In fondo è possibile fare un parallelo fra i paesi dell'Eurozona e il mondo delle Amministrazioni Locali Statunitensi. In entrambi i casi ci sono enti pubblici che si finanziano sul mercato e affrontano da mesi le stesse difficoltà, connesse ad una spesa corrente in crescita (pensioni, sanità, welfare..) ed entrate fiscali al palo per via di una crescita stagnante.

Anche negli Stati Uniti come in Europa esistono delle differenze nel merito creditizio delle singole amministrazioni, ci sono stati nel recente passato momenti di crisi acuta (vedi per la California nel 2010), ma è chiaro che la situazione complessiva è sempre stata ed è tuttora tollerabile e sostenibile oltre che stabile.

Il grafico riportato nella Figura 6 mostra l'andamento del CDS sui Municipal Bonds (MCDX) e quello degli Stati Sovrani Europei (Sovx).

Si può notare come esistano dei sottoperiodi di correlazione positiva fra le due aree, tuttavia, mentre lo spread di credito delle Amministrazioni Locali Americane resta per quasi tutto l'orizzonte temporale compreso fra i 150 e i 250 punti base, quello Europeo è sistematicamente in crescita. Questo perchè il sistema Europeo non possiede, come quello statunitense, dei meccanismi automatici che lo riportano all'equilibrio ogni volta che fattori esogeni o endogeni lo fanno deviare dal normale percorso. Non si vedono nel grafico i dati anteriori al settembre 2009, in quanto l'indice Sovx non era ancora nato, mentre si può affermare che anche durante la crisi dei *subprime* l'indice delle Amministrazioni Locali Statunitensi ha superato i 250 punti base solamente per un mese (Dicembre 2008) per poi tornare su livelli più bassi.

Quindi qual è il meccanismo di mean reversion che caratterizza gli Stati Uniti?

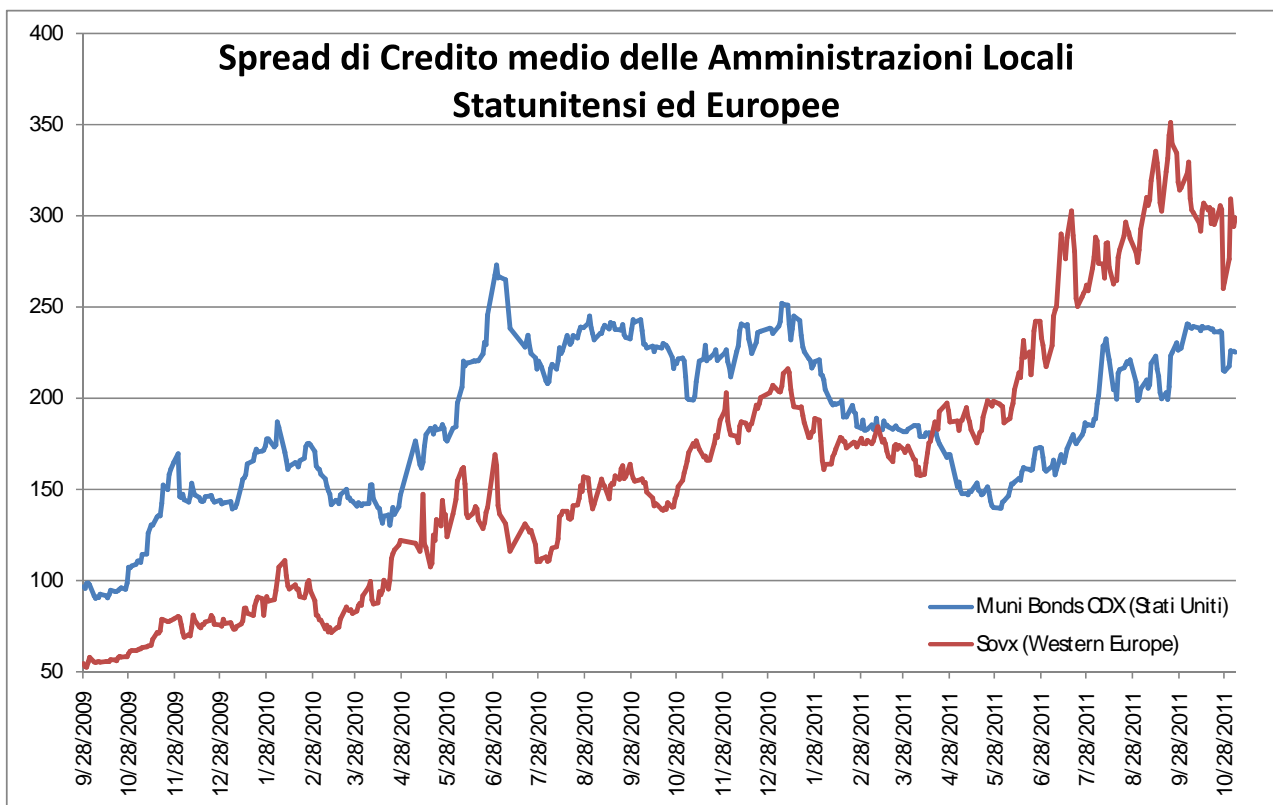
In sintesi si può affermare che l'amministrazione centrale funge da supervisore e, agli occhi degli investitori, rappresenta il filtro prima che agisca il prestatore di ultima istanza.

Pur escludendo fattori psicologici o pseudo tali, si rimarca per l'ennesima volta la presenza di una **gamba fiscale** di cui l'Europa è sprovvista e che permette agli Stati Uniti non solo di rendere più efficiente l'azione governativa (sia locale che centrale), ma di sfruttare pienamente le sinergie fra quest'ultima e la **gamba monetaria** della Fed; anche la Fed senza il fisco sarebbe costretta (come in questi mesi la BCE) a svolgere pesanti, inusuali e soprattutto inefficaci azioni di supplenza (se non di salvataggio). La garanzia del sistema americano è così forte che anche la perdita recente della tripla A sul debito governativo non ha modificato affatto i comportamenti degli investitori che, addirittura, hanno incrementato l'esposizione al debito sovrano americano facendo calare i rendimenti a lungo termine.

Non è dunque l'emissione in sé di Eurobond che salverebbe l'Europa, sebbene sul piano della micro finanza lo strumento potrebbe essere affinato, quanto un sistema unitario che non si limiti alla parte monetaria; l'emissione di Eurobond sarebbe ovviamente l'espressione di un passo avanti decisivo in campo fiscale (qualsiasi sia il tipo di struttura sottostante) ma non necessariamente risolutivo.

Nel breve termine, considerata la bomba atomica che è stata innescata, la Grecia non può fallire e le aspettative dei mercati andrebbero condizionate a tre scelte:

1. revisione del trattato di Maastricht;
2. parziale sottrazione di sovranità ai paesi più divergenti sulla finanza pubblica;
3. libertà di azione per la BCE come prestatore di ultima istanza.

**Figura 6:** *Spread di credito medio delle amministrazioni locali Statunitensi ed Europee*

# Una visione ottimista

Pietro Alessandrini<sup>13</sup>

Inizio con tre sì:

1. Conviene all'Europa salvare la Grecia? Sì
2. Ci sono strumenti per salvarla? Sì
3. Si è accumulato troppo ritardo nel decidere e nell'intervenire? Sì.

La chiave di lettura che utilizzo è il senso di responsabilità che deve prevalere in tutti i leader europei. Debbono essere consapevoli che il salvataggio finanziario della Grecia coincide con il salvataggio dell'Eurosistema.

Prima della terapia conviene fare una corretta diagnosi, che riguarda appunto la attribuzione delle responsabilità. Le responsabilità della situazione di crisi attuale sono molto diffuse, possiamo raggrupparle in responsabilità nazionali e responsabilità collettive.

Le responsabilità nazionali riguardano i singoli stati membri che hanno accumulato forti disavanzi di bilancio pubblico, per motivi diversi:

1. la Grecia per eccessi di spesa corrente coperti con trucchi contabili adottati dal precedente governo e smascherati dal governo attuale
2. l'Irlanda per un modello di sviluppo basato sulla finanza e drogato da bolla speculativa finanziaria
3. la Spagna per un modello di sviluppo trainato da bolla speculativa immobiliare
4. l'Italia e, in parte, il Portogallo in seguito a prolungata stagnazione dei livelli di sviluppo, che per il nostro paese perdura dalla seconda metà degli anni Novanta ed è stata aggravata dalla depressione conseguente alla crisi finanziaria.

Ne consegue che la prima terapia si colloca a livello degli aggiustamenti interni che ciascun governo di questi paesi debbono adottare. Il rischio da evitare è la deriva dell'azzardo morale, che spinge i governanti a non ricorrere a impopolari politiche di rigore, nella speranza di essere comunque salvati con l'aiuto finanziario esterno sulla base del principio del *"too big to fail"*.

Il migliore antidoto contro questo ricatto dei paesi che puntano a rinviare gli aggiustamenti interni è il regime di amministrazione controllata esterna al quale vengono sottoposti dalla Commissione europea, su mandato del Consiglio europeo e dell'Ecofin, e dalla BCE. Il rigore imposto dall'esterno, condizionato all'erogazione di prestiti, comporta una perdita di sovranità e di prestigio per i governi nazionali<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali (Università Politecnica delle Marche) e MoFiR. E-mail: [p.alessandrini@univpm.it](mailto:p.alessandrini@univpm.it).

<sup>14</sup> Vedasi in proposito la lettera della BCE inviata al governo italiano.

Va anche detto che un governo debole può trovare nei condizionamenti esterni l'alibi per imporre provvedimenti che altrimenti non avrebbe avuto la forza politica di imporre. I governi italiani hanno fatto uso ricorrente al demiurgo esterno per adottare provvedimenti di rigore. Su questa filosofia negli anni Novanta si è impostata l'azione di adeguamento ai parametri di Maastricht per ottenere l'ammissione all'euro. Lo stesso vale in questo periodo di crisi in cui il governo italiano segue la strategia di farsi imporre le manovre restrittive dall'Europa. Allora lo slogan ricorrente era "dobbiamo entrare nell'Euro", oggi è "i vincoli restrittivi ci vengono imposti per restare nell'euro".

Le responsabilità collettive vengono chiamate in causa dalla crisi finanziaria globale, che ha messo in moto un complesso processo di interdipendenza delle cause e degli effetti, che richiedono interventi convergenti di più paesi. Si è attivato un circolo vizioso che ha fatto rimbalzare i rischi tra i governi, che sono intervenuti a sostegno delle banche, e le banche, che hanno acquistato i titoli pubblici in presenza di debiti sovrani crescenti. In questo circuito si è inserita la Banca Centrale Europea con interventi non convenzionali di acquisto di titoli pubblici greci e italiani, per contenere gli spread rispetto ai titoli tedeschi.

Il problema da risolvere è come uscire da questo circolo vizioso destabilizzante e con quali strumenti.

1. Non si può contare sulla partecipazione protratta nel tempo della BCE come prestatore di ultima istanza. Gli interventi non convenzionali della BCE sono utili, ma non risolutivi. Sono misure tampone che alla lunga presentano forti controindicazioni che possono incrinare la credibilità della BCE, per una assunzione eccessiva di rischi finanziari e per il mancato obiettivo del controllo della inflazione a causa degli effetti inflattivi che un eccesso prolungato di liquidità produrrebbe.
2. La dichiarazione di insolvenza della Grecia è una soluzione con forti controindicazioni che non possono essere sottovalutate. Va messa in conto la stessa possibilità di sopravvivenza dell'Eurosistema. Questo perché la speculazione internazionale verrebbe stimolata a moltiplicare gli attacchi contro gli altri paesi deboli, come sta già avvenendo nei confronti del debito pubblico dell'Italia, che rappresenta poco meno di un quarto del totale debito pubblico europeo. L'uscita di paesi membri dall'euro comporta forti oscillazioni nei tassi di cambio. Il ripristino delle monete nazionali si accompagnerebbe alla svalutazione a due cifre rispetto all'euro con conseguente alta inflazione, alimentata anche dagli elevati menu cost tipici del cambio di moneta (nuovi listini prezzi, adattamento delle macchine automatiche di distribuzione, ecc.).
3. Se si prende atto che vi sono elevate barriere all'uscita di uno o più paesi membri da un sistema a moneta unica, per le sudette controindicazioni, la riflessione va portata sulla necessità di mantenere elevate barriere all'entrata. La recente esperienza insegna che la selezione all'ingresso di paesi membri nell'euro doveva essere più rigorosa. La Grecia è stata ammessa come dodicesimo membro soltanto un anno dopo l'avvio dell'euro, ma poteva ancora aspettare per portare a termine il processo di adeguamento ai parametri di Maastricht. L'Italia venne ammessa nel primo gruppo di avvio, ma con un rapporto debito/PIL del 120%, in forte deroga rispetto al parametro del 60% stabilito nel Trattato di Maastricht. L'idea accettata dai partners europei era che fosse sufficiente un graduale declino del rapporto, grazie al concorso di tre fattori: il rigore fiscale del governo italiano mirato a mantenere un saldo primario positivo nei conti pubblici, il benefico effetto della riduzione del livello del tasso di interesse sulla spesa corrente, il mantenimento di

un adeguato livello di sviluppo. I primi due fattori avrebbero contribuito a ridurre il numeratore del rapporto, il terzo avrebbe agito positivamente sul denominatore. Dopo alcuni anni di virtuoso declino del rapporto debito/PIL, la crisi iniziata nel 2007 ha determinato l'inversione di tendenza, sia per l'aumento del debito sia per la riduzione del tasso di sviluppo, che comunque si era mantenuto a livelli insoddisfacenti per tutto il decennio. Risultato: siamo tornati al punto di partenza con un debito/PIL al 120%, ma in una situazione di progressiva sfiducia dei mercati sulla sostenibilità del debito.

4. La soluzione dell'incremento di patrimonializzazione delle banche più esposte alla crisi greca e italiana non è facilmente praticabile. Gli aumenti di capitale non possono essere sottoscritti dai governi, per non alimentare ulteriormente il circuito vizioso del passaggio dei rischi banche-governi-banche-governi sopra descritto. D'altro canto la soluzione del ricorso al mercato appare problematica in presenza di scarsa redditività delle banche e di una perdurante crisi di fiducia dei mercati nei confronti delle azioni bancarie, che sono fortemente sottovalutate.

Le soluzioni che a mio parere sono più praticabili e, nello stesso tempo, più promettenti per consolidare la stabilizzazione dell'Eurosistema vanno nella direzione di un convinto rafforzamento del processo di integrazione europea, con il progressivo avvio di un governo federale sovranazionale che agisce con sufficiente autonomia e flessibilità nell'interesse collettivo.

I passi da compiere a tale scopo sono i seguenti:

1. Attuare *l'aumento sostanziale del fondo di stabilità europeo*, che viene erroneamente chiamato fondo salva-stati dando l'immagine di un prestatore di ultima istanza che alimenta l'azzardo morale dei governi indisciplinati. La dotazione del fondo va almeno quadruplicata, fino al livello di 2000 miliardi di euro. L'aumento non deve essere a carico degli stati membri, per non aggravare ulteriormente i loro debiti pubblici. La soluzione più promettente è il ricorso al mercato mediante emissione di Eurobonds (si veda, ad esempio, la proposta di Francesco Marchionne). Questi titoli vanno ad incidere non sul debito di singoli stati ma sul livello medio del debito pubblico europeo. Quindi i mercati hanno la prospettiva congiunta non solo dei debiti dei paesi meno virtuosi ma anche di quelli più virtuosi. Soprattutto si apre la strada all'acquisizione di risorse a livello sovranazionale a fini di stabilizzazione collettiva. Il fondo di stabilità potrebbe intervenire a sostegno di singoli stati membri in difficoltà meglio di quanto possa fare la BCE con la politica monetaria che deve essere unitaria e indipendente. L'avvio di un governo fiscale europeo con capacità di finanziamento autonomo offrirebbe la migliore garanzia agli Eurobonds. Nell'attesa che ciò si realizzi la soluzione di offrire garanzie facendo leva sulle riserve auree delle banche centrali dell'Eurosistema, proposta da [Prodi e Quadrio-Curzio \(2011\)](#), sembra promettente e prontamente realizzabile.
2. Una altra soluzione necessaria e attuabile è *la revisione degli obiettivi di Maastricht*, per adattarli alla situazione attuale. In particolare dovrebbe essere rivisto l'obiettivo che pone il rapporto debito/PIL al livello del 60%. Questo obiettivo venne stabilito agli inizi degli anni Novanta, come media dei rapporti dei singoli paesi europei e in un quadro internazionale che offriva migliori prospettive di crescita e di stabilità rispetto alle attuali. Per effetto della crisi internazionale nella situazione attuale il valore medio è salito a circa l'85%. La stessa Germania ha un debito sul PIL che supera l'80%. Pertanto sarebbe saggio adattare l'obiettivo medio europeo al livello attuale, maggiore rispetto a quello stabilito a

Maastricht. Si otterrebbero due risultati. Si allenterebbe la pressione speculativa sui paesi fuori linea e la sfiducia sulla loro possibilità di rientro. In secondo luogo, si avrebbe una pressione meno restrittiva a vantaggio della ripresa dei tassi di sviluppo nell'Eurosistema.

3. *Fare sviluppo* deve diventare l'obiettivo europeo prioritario, per superare o almeno attenuare il prevalente orientamento restrittivo dettato dalla necessità di rigore fiscale. In breve occorre agire con determinazione sul denominatore del rapporto debito/PIL. In questa ottica assume rilievo la responsabilità dei paesi in surplus negli scambi interni all'Eurosistema, in primis la Germania. Buona parte della competitività di questo paese è legata all'aver beneficiato di un cambio interno in euro (quindi con rapporto 1 a 1) fortemente sottovalutato rispetto al livello del tasso di cambio che il marco avrebbe raggiunto in presenza delle monete nazionali e che raggiungerebbe se alcuni paesi, tra questi Grecia e Italia, uscissero dall'euro. A fronte di questo vantaggio, la Germania dovrebbe assumersi la responsabilità di svolgere il ruolo di locomotiva, aumentando la domanda interna e, di conseguenza, aumentando le importazioni dagli altri paesi europei. Questa politica espansiva è resa possibile sia dal maggiore potenziale di sviluppo che il surplus esterno consente alla Germania sia da una situazione attuale che non è inflazionistica. Si tratta di una soluzione già auspicata da Keynes (2004) come exit strategy dalla grande depressione degli anni trenta. In presenza di crisi depressiva non inflazionistica spetta ai paesi in surplus l'onere dell'aggiustamento espansivo internazionale. Questa regola andrebbe promossa e applicata all'interno dell'Eurosistema.
4. La soluzione principale, che però richiede tempi di attuazione ancora lunghi, è *il rilancio del processo di integrazione europea*, del quale la realizzazione della unificazione monetaria ha rappresentato solo un primo passo: un primo passo importante, compiuto contro le regole che nella teoria e nella storia prevedono la istituzione della moneta unica dopo aver realizzato l'unificazione politica. La deroga si rese necessaria nel contesto storico degli anni Novanta, come mossa strategica per rafforzare l'unione europea in presenza di rischi di scollamento dovuti al crollo del muro di Berlino e alla riunificazione delle due Germanie. L'obiettivo della unione monetaria è stato utilizzato come catalizzatore di una futura unificazione politica suggellata da un governo europeo sovranazionale. La crisi ha messo in evidenza la necessità di procedere in questa direzione con decisione. Soprattutto in presenza di realtà territoriali molto differenziate alle quali la politica monetaria unica non può dare risposte in termini di riequilibrio. Occorrono risorse fiscali indirizzate verso i territori in difficoltà di sviluppo, come del resto avvenne nella unificazione monetaria tedesca che comportò una migrazione di popolazione dalla meno sviluppata Germania dell'Est verso la Germania dell'Ovest e in senso opposto flussi finanziari pubblici per attenuare i divarici di sviluppo e con essi i flussi migratori interni.

In conclusione, le crisi mettono in evidenza le fragilità istituzionali e, come sta avvenendo, la crisi attuale mette a dura prova la fragilità istituzionale della Unione Europea. Se ne esce in due modi:

1. lasciando crollare le istituzioni europee, con la spinta sostanziale che verrebbe dall'uscita della Grecia e dal progressivo sgretolamento dell'Eurosistema. In tal modo si annullerebbe il cammino pluridecennale che ha portato pace e stabilità nello spazio europeo, anche se in presenza di ritardi, scollamenti e difficoltà nel procedere alla rinuncia a dosi crescenti di sovranità nazionale



2. oppure impegnandosi a rafforzare le istituzioni con la progressiva affermazione di un governo federale europeo in grado di manovrare risorse fiscali proprie, nell'interesse collettivo di un'area che, nonostante sia ad alto livello medio di sviluppo, sarebbe destinata a inevitabile declino se si presenta divisa in singoli piccoli stati per fronteggiare le sfide della globalizzazione.

Delle due credo ci siano ragioni sufficienti che giustificano la preferenza per la seconda soluzione. Ed è per questo che credo convenga all'Europa "salvare" la Grecia, imponendole un finanziamento con aggiustamento graduale e sostenibile dei propri squilibri.

# Riemerga la politica nella risoluzione della crisi del debito sovrano

*Pietro Marcolini*<sup>15</sup>

Una riflessione sul salvataggio della Grecia consente di interrogarsi sugli strumenti economici e soprattutto politici per intervenire anche sulla attuale situazione dell'Italia e dell'Europa nel suo complesso.

Sembra opportuno andare alle radici del male della Grecia, di quel male che oggi appare esploso in modalità così estreme e difficili da trattare. Certo, ci sono stati conti truccati e informazioni non corrette ufficialmente trasmesse agli organismi economici internazionali. Ma non è secondario cogliere i segnali che fin dal 2000, anno in cui la Grecia fu fatta entrare nell'euro, col senno di poi incautamente e frettolosamente, non sono stati adeguatamente interpretati e affrontati, in modo da evitare il conflagrare della crisi.

Si pensi alla evasione fiscale pari ad oltre 30 miliardi su 270 di PIL, alle disinvolute forme di assistenza previdenziale addirittura per le figlie nubili dei dipendenti della pubblica amministrazione, alla spesa senza copertura in occasione delle Olimpiadi, agli oltre 200 miliardi in titoli esportati da greci attraverso il meccanismo diretto e indiretto dell'evasione, come recentemente stimato dalla Unione delle Banche Svizzere.

Dall'altra parte, occorre riscontrare il limite nella sorveglianza esercitata dagli organismi soprattutto a livello comunitario (BCE e Commissione in primis), in ordine alla coerenza dei singoli Stati membri rispetto agli impegni assunti con l'adesione all'euro. Fra il 2000 ed il 2010 non hanno funzionato adeguatamente gli organi di vigilanza, controllo ed indirizzo. Dovremmo quindi interrogarci sul (mancato) funzionamento di tali organismi nel recente passato, e sulla opportunità di proseguire nell'ulteriore allargamento dell'euro ad altri Paesi e sistemi socio-economici, sicuramente non più organizzati di quello greco. In altre parole, cautela e prudenza sembrano ora ancor più opportune, visto il pericolo di potenziale replica degli errori e delle omissioni verificatisi.

A posteriori colpisce soprattutto l'inerzia registrata nel mettere in campo le soluzioni. Stime dell'inizio del 2010 facevano ammontare a 20 miliardi di euro la necessità di intervento pubblico per sanare la situazione greca; a luglio 2011 la stima è passata a 172 miliardi e le ultime valutazioni dicono che ne serviranno 220. La velocità nella predisposizione ed attuazione degli interventi è fattore cruciale: prova ne siano i timori per il rischio di un effetto domino e la preoccupazione di Obama, dall'altra parte dell'Oceano, per una crisi finora circoscritta alla vecchia Europa.

Occorre individuare quali sono i strumenti a disposizione nell'affrontare la crisi. Certo la strumentazione passa per una riduzione della spesa pubblica, ma anche per una politica fiscale e redistributiva, nonché per un ventaglio di azioni a sostegno della infrastrutturazione (reti telematiche energetiche) e alla politica industriale. L'obiettivo è consentire e stimolare una nuova produzione di reddito, in grado di risollevare il denominatore (il PIL, appunto) rispetto al quale si calcolano gli indici, consentendone il miglioramento.

Si è parlato, anche nell'intervento di Luca Papi, di EFSF, di Euro bond, di Project bond e infine degli strumenti proposti da **Prodi e Quadrio-Curzio (2011)**, denominati Euro Union

---

<sup>15</sup> Assessore al bilancio, Regione Marche. E-mail: [pietro.marcolini@regione.marche.it](mailto:pietro.marcolini@regione.marche.it) .

bond. Gli EFSF evolveranno dal 2013 in *European mechanism* (o fondo salva stati). Gli Euro bond si basano sulla garanzia pro quota in relazione al peso dei debiti verso le agenzie. I Project bond finanzieranno anche infrastrutture di rete con coinvolgimento di capitale privato garantito. La proposta di Prodi e Quadro Curzio si posizionerebbe attorno ai 3000 milioni invocati oggi anche da Sarkozy e da Merkel, ripartiti in circa 2300 destinati alla copertura dei titoli di stato e circa 700 per le infrastrutture, con la caratteristica peculiare della garanzia in oro da parte degli stati.

Quali i problemi sul tappeto? Innanzitutto l'egoismo degli stati e il nazionalismo, con la conseguenza che ogni ritardo aggrava il costo dell'operazione. L'Italia, vicina alla Grecia e accomunata nei GIPSI, si trova a scontare un differenziale nei propri titoli di stato rispetto al Bund tedesco che è passato in pochi mesi da 100 a oltre 380 punti base: l'inerzia nell'intervento europeo, compreso quello italiano, ha fatto evaporare la manovra finanziaria di un anno, pari a circa 25 miliardi.

Mi è stato chiesto di considerare le conseguenze che può avere la crisi greca sul sistema pubblico, soprattutto a livello territoriale. Le conseguenze dirette sono poche, ma quelle indirette sono tantissime e immediate. In primo luogo il costo della provvista finanziaria aumenta fino alla neutralizzazione intere manovre nazionali, come già detto. Ci sono però anche effetti a cascata sul Patto di stabilità interno, con la contrazione delle risorse a disposizione dello Stato ordinamento, composto anche da Regioni, Province e Comuni, che costituiscono una importante componente della domanda aggregata: ciò comporta il rischio di innescare un'incontrollabile spirale recessiva.

Fornisco solo alcune cifre sul taglio delle risorse finanziarie e sull'aumento delle entrate tributarie a valere sul sistema pubblico: 25 miliardi di euro lo anno scorso, nello scorso luglio 47,9 miliardi, ad agosto altri 54 e la specificazione della rete di stabilità ne richiederà ulteriori 10.

La BCE, tanto criticata in questi mesi, in realtà svolge il proprio dovere: non dimentichiamo che è nata per garantire la stabilità monetaria, non per perseguire il secondo pilastro, quello volto al versante fiscale e dello sviluppo economico. La lettera di Draghi e Trichet è necessaria ma non sufficiente sul versante del sostegno allo sviluppo di fronte alla crisi: la risposta alla crisi in termini di rilancio dello sviluppo non rientra fra le ipotesi di intervento cogente da parte della BCE. La BCE si occupa di lotta all'inflazione, ma non è legittimata a dare indicazioni sulle politiche per la crescita. Manca, in altre parole, il governo della politica.

E' emblematica la recente lettera di Keitel, Parisot e Marcegaglia ([Il Sole 24 Ore, 2011](#)), ossia i presidenti tedesco, francese ed italiano di Confindustria, in cui congiuntamente si chiedono interventi di sostegno all'euro come principale via per proseguire nella crescita. Ciò appare tanto più inedito e responsabile per l'esperienza italiana prima dell'euro, quando la periodica svalutazione della lira consentiva di sostenere la competitività.

Occorre dunque un governo politico della crisi, che affianchi la BCE sul versante della crescita. Si tratta appunto di quella funzione regolatrice dello Stato e di sostegno allo sviluppo economico, che compete allo Stato.

Vorrei però evidenziare una anomalia che è oggettiva. Dexia è stata risanata con 150 miliardi di euro pochi anni fa, oggi ne servono altri 100. Colpisce, da un lato, la sollecitudine di intervento in favore delle banche e, dall'altro, il ritardo delle politiche solidaristiche - seppur condizionate - alla Grecia. Così facendo, tuttavia, dai 20 miliardi di euro necessari a gennaio 2010 si è giunti a 220.

Rilevo il pudore dei professori Alessandrini e Fratianni di non aver discusso la loro recente proposta di una moneta di scambio internazionale ([Alessandrini e Fratianni, 2009](#)), ineludibile

per garantire un contesto di stabilità finanziaria basata su scambi internazionali regolati con una moneta affidabile. Il potere monetario internazionale oggi resta centrato sugli Stati Uniti, in un regime di cambi ancora basato sul dollaro, in cui la Cina è coinvolta come Paese dalle ampie riserve finanziarie messe a disposizione delle economie più sviluppate e più indebitate. Richiamo allora le tesi di Keynes nel 1944 a Bretton Woods che contro il delegato USA, White, cercava di far adottare una moneta unica (bancor) ponderata proporzionalmente sui PIL dei paesi aderenti all'accordo. La tesi vincente risultò però quella americana, con il *dollar standard*. La proposta di un nuovo Bretton Woods è oggi basabile, secondo la proposta citata, sulle quattro principali monete: il dollaro, l'euro, lo yen e lo yuan, corrispondenti alle quattro aree mondiali di riferimento economico. A questo nuovo sistema monetario si dovrebbe affiancare un nuovo Piano Marshall per lo sviluppo, articolato sull'energia, la telematica, le infrastrutture stradali, ferroviarie, portuali ed aeroportuali, ed un nuovo WTO, in grado di offrire nuove regole per il commercio internazionale.

Di recente si è parlato insistentemente della opportunità della tassazione sulle rendite finanziarie e sui patrimoni, rifacendosi all'antica proposta di David Ricardo. In effetti il secondo pilastro era già presente nel "Libro Bianco" di Jacques Delors (1994): la politica monetaria e quella economica, l'utilizzo delle leve retributive, contributive e dei grandi investimenti infrastrutturali richiedono scelte condivise ed omogenee.

Di austerità in austerità si rischia di morire. Occorre invece utilizzare il rigore finanziario affiancato da una selezionata leva fiscale finalizzata allo sviluppo, ma anche alla equità. Sono stati infatti rilevati processi fortissimi di accumulazione e concentrazione della ricchezza, con un travaso di oltre il 15% dal fattore lavoro a favore del capitale, secondo la Banca d'Italia in meno di 20 anni. E' necessario redistribuire il peso della crisi, pena una pericolosa spirale recessiva. Per far questo, è indispensabile agire su un allargamento della strumentazione che metta al centro il fisco.

David Ricardo e il liberale Luigi Einaudi per dinamizzare il mercato, hanno sostenuto con forza la necessità di incidere sulle rendite finanziarie e sui patrimoni inutili, anziché solo sul lavoro. In Italia sembra ancora un tabù e, va ricordato invece che i lavoratori in Italia rappresentano il 50% dei contribuenti ma l'80% del gettito.

L'attualità della situazione della Grecia offre quindi una opportunità di riflessione anche sull'Italia: la ricetta che riporterebbe in auge lo stato minimo ed il darwinismo sociale rischia concretamente di bloccare in una ragnatela le possibilità di ripresa e di sviluppo.

Si esce dal debito soltanto se il denominatore, ossia il PIL e dunque lo sviluppo, torna a crescere alle difficili ed impegnative condizioni richiamate: la politica e l'economia alleate e non in esclusione reciproca.

## Eurobond contro la crisi del debito pubblico

Francesco Marchionne<sup>16</sup>

Questo intervento illustra una mia proposta per superare l'attuale crisi di debito pubblico. L'idea, non perfetta ma sicuramente perfezionabile, vuole spostare l'attenzione del dibattito sul debito pubblico verso nuove possibili soluzioni al problema, perché troppo spesso, a mio avviso, si abbandonano frettolosamente le strade nuove per quelle già battute ancor prima di averle imboccate.

### Il problema di un debito pubblico crescente è comune a tutte le grandi democrazie

La recente crisi finanziaria ha esasperato la questione del debito pubblico, ma questa situazione si trascina da molti anni. In Italia, il problema è sorto negli anni settanta e si è andato sempre più accumulando, in particolare nell'ultimo decennio quando la crescita economica è stata molto più contenuta del previsto. Giusto per capire le dimensioni del fenomeno di cui stiamo parlando, a luglio 2011, il debito italiano ammontava a 1.902 miliardi di euro contro un reddito di 1.560 miliardi ([Banca d'Italia, 2011a,b](#)): in termini relativi, il rapporto debito/PIL era poco sotto il 122%, un valore che ha allarmato tutti i mercati finanziari perché sfiora quel 120% che è considerato la soglia critica per il nostro paese.

Ad eccezione della Grecia, tutti i paesi dell'area Euro sono stati finora più virtuosi di noi: il caso limite è l'Estonia che nel 2010, in piena crisi, aveva un rapporto debito/PIL solo del 6.6%. Nonostante queste differenze, però, c'è qualcosa che condividiamo con i nostri partner europei: il trend del rapporto debito/PIL tra i paesi dell'Eurozona è simile e crescente. Questo riguarda non solo paesi periferici come il nostro, ma anche leader economici come Francia e Germania che hanno visto salire il debito/PIL rispettivamente da 64% e 65% nel 2007 a 82% e 84% nel 2010 ([Fondo Monetario Internazionale, 2011b](#)).

Sarebbe però sbagliato pensare che il problema del debito sia circoscritto alla sola zona Euro. Il Regno Unito ha oltre la metà del debito/PIL in più di 4 anni fa. Fuori dall'Europa, ci sono paesi dal debito/PIL molto più alto del nostro come il Giappone che arriva a 220% o paesi come gli USA il cui enorme debito con un rapporto sul PIL vicino al 100% desta problemi e crea non poca preoccupazione a livello mondiale. Anche per queste grandi economie il trend del debito/PIL è crescente. L'evidenza empirica suggerisce, quindi, che il problema del debito pubblico non è tanto una peculiarità tutta italiana, ma è una condizione comune a tutte le grandi democrazie occidentali.

<sup>16</sup> Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali (Università Politecnica delle Marche) e MoFiR. E-mail: [f.marchionne@univpm.it](mailto:f.marchionne@univpm.it).

## Le “vecchie” soluzioni e la nuova proposta in sintesi

Storicamente, il problema del debito pubblico è stato affrontato in modo diverso: maggiore crescita, alta inflazione, svalutazione, più elevata tassazione e, nei casi più gravi, default o ristrutturazione del debito stesso. L'Italia, durante i suoi 150 anni di esistenza, ha provato, con intensità diverse, tutte queste soluzioni. Nessuna sembra applicabile oggi, soprattutto se consideriamo il nostro paese nel contesto europeo ovvero se cerchiamo soluzioni che non mettano a rischio l'esistenza della moneta unica. Attualmente, infatti, le riforme necessarie allo sviluppo richiedono tempi troppo lunghi e scelte impopolari, l'imposizione fiscale ha raggiunto livelli già molto elevati e difficili da incrementare ulteriormente, l'Euro ha trasferito la politica monetaria nelle mani della BCE e l'effetto domino di un eventuale default del debito corre il rischio di trascinare il sistema bancario europeo nel baratro e con esso l'intera Unione Europea. L'unica soluzione praticabile potrebbe essere la ristrutturazione del debito, ma anche in questo caso si potrebbero avere ripercussioni negative sulla crescita economica futura.

La mia proposta si basa su due elementi:

1. la cartolarizzazione del debito pubblico;
2. l'emissione di un Eurobond comunitario a fronte della tranche più sicura del debito dei paesi dell'area euro che è stato cartolarizzato.

L'idea prende spunto da una proposta dell'Istituto Bruegel ([Delpla e von Weizsacker, 2010](#)), ma cerca di superarne i limiti e i difetti integrando concetti economici presi dalla microfinanza ([Armendariz e Morduch, 2010](#)) in modo da rendere l'Eurobond accettabile anche ai paesi più scettici come la Germania. In particolare, propongo una negoziazione continua delle quote dei partecipanti nell'Eurobond in modo che al cambio delle condizioni economiche corrisponda un reattivo cambio nella composizione dell'Eurobond, e quindi non si costituiscano garanzie implicite indesiderate a spese dei paesi “virtuosi” in favore di quelli “viziosi” ([Marchionne, 2011](#)).

La recente crisi finanziaria ha portato a demonizzazione i prodotti finanziari complessi e la cartolarizzazione che li aveva generati. Il meccanismo dell'originate-to-distribute permetteva alle banche di concedere mutui a persone dal basso profilo di credito, cartolarizzare questi mutui (spezzandoli in tranches e impacchettandoli per livello diverso rischio) e “liberarsene” vendendoli ai mercati finanziari dopo aver ottenuto una certificazione del merito di credito da una agenzia di rating ([Fratianni e Marchionne, 2009](#)). Questo meccanismo da un lato ha ridotto l'incentivo allo screening e al monitoraggio dei debitori e dall'altro ha creato opacità nei mercati rendendo gli investitori incapaci di valutare adeguatamente il rischio degli asset nel loro portafoglio. Con l'esplosione della crisi, il dubbio sul valore degli asset ha innescato un ciclo vizioso di vendite e panico portando gli investitori ad essere sempre più diffidenti nei confronti della finanza innovativa ([Niccoli e Marchionne, 2012](#)).

L'aspetto curioso e per certi versi paradossale della proposta è che una soluzione al problema del debito potrebbe venire proprio dall'applicazione del meccanismo della cartolarizzazione ai debiti dei paesi dell'Unione Europea, aggiungendovi però alcuni elementi tipici della microfinanza. Ampliando una iniziale proposta dell'Istituto Bruegel ([Delpla e von Weizsacker, 2010](#)), l'idea sfrutta i vantaggi della diversificazione, della responsabilità congiunta e della discriminazione di prezzo per arrivare ad una nuova soluzione della crisi di debito per l'Europa basata sulla creazione di Eurobond di tipo “dinamico”.

## I dettagli della nuova proposta

La proposta richiede una descrizione dettagliata per non risultare troppo vaga o complessa. Ogni paese membro dell'UE che vuole partecipare a un fondo comune europeo per la ristrutturazione dei debiti sovrani emette debito secondo varie categorie di rischio di credito. Ad esempio, ipotizziamo tre categorie (Marchionne, 2011): il debito "verde", che avendo priorità assoluta di rimborso è il più sicuro, il debito "giallo", meno sicuro del precedente, ma con precedenza di pagamento sul debito "rosso", la più rischiosa e ultima parte del debito. In pratica, all'acquisto di un BOT, ogni investitore sceglierà in base alle proprie preferenze se avere un rendimento più elevato con un rischio maggiore (BOT rosso) o dormire sonni più tranquilli accontentandosi di interessi più bassi (BOT "verde").

Poiché al variare del rischio cambiano i rendimenti, l'emittente può praticare una discriminazione di prezzo: ogni investitore acquista a un prezzo più vicino a quello di riserva e lascia parte del proprio surplus all'emittente che, ceteris paribus, pagherà interessi complessivamente inferiori. Attualmente, investitori con preferenze al rischio diverse che acquistano lo stesso titolo di stato ricevono gli stessi rendimenti: l'investitore più avverso al rischio però è disposto ad accontentarsi di interessi inferiori pur di avere rendimenti certi. Offrendo all'investitore avverso al rischio titoli in linea col suo profilo di rischio e rendimento, lo stato potrebbe risparmiare sugli interessi. La suddivisione in diverse categorie di rischio può anche facilitare la diversificazione che oggi può avvenire solo sostenendo i costi di informazione connessi ai diversi titoli inclusi nel portafoglio e i costi di transizione per ogni operazione.

Il passo successivo richiede che i paesi aderenti decidano di mettere insieme nel fondo comune per la ristrutturazione dei debiti sovrani i loro debiti "verdi", a fronte dei quali il fondo emetterebbe un eurobond le cui quote di debito conferite da ciascun paese vengono negoziate tra i partecipanti ad ogni emissione. La natura dinamica dell'eurobond permette non solo di adeguare velocemente la composizione del titolo al mutare delle condizioni economico-finanziarie dei paesi partecipanti, ma implicitamente dà un forte segnale ai mercati sulla direzione e l'entità dell'intesa politica raggiunta.

La trasformazione finanziaria così attuata abbasserebbe i tassi di rendimento rispetto al tasso medio ponderato dei singoli bond sottostanti e il risparmio potrebbe essere ripartito pro-quota tra i paesi aderenti riducendone gli oneri finanziari. Il beneficio finanziario incoraggerebbe l'adesione all'Eurobond mentre la contrattazione delle quote eviterebbe la selezione avversa, cioè la mancata adesione dei paesi meno indebitati che temono di pagare per quelli meno affidabili. Ripetendo il gioco a ogni emissione, si elimina anche il moral hazard, cioè il comportamento opportunistico di chi pur potendo onorare il debito va in default strategicamente per accollarlo ai partner.

Eventuali comportamenti opportunistici da parte di un paese verrebbero puniti attraverso meccanismi simili a quelli operanti nella microfinanza. Qualora un paese aderente non pagasse il proprio debito, infatti, verrebbe automaticamente sanzionato con l'esclusione dalle successive emissioni di eurobond, esattamente come avviene nei contratti di group lending. Facendo default strategico si rinunciava anche alla possibilità di aumentare la quantità di debito "verde" conferito all'eurobond su cui si paga un tasso di interesse inferiore, un meccanismo simile al progressive lending. Infine, analogamente a quanto avviene nella microfinanza, la responsabilità congiunta incentiverebbe ciascun paese a monitorare i partners premendo per raggiungere obiettivi di bilancio, trasparenza e politiche di sviluppo. Questo reciproco monitoraggio spingerebbe i paesi verso l'unione fiscale per via graduale consentendo in questo modo a quelli "virtuosi" di sanzionare eventuali comportamenti opportunistici dei paesi "viziosi"

e a questi ultimi di adottare misure più rigorose sul piano finanziario.

Che ruolo avrebbero debito “giallo” e “rosso”? Oltre a sfruttare i vantaggi della discriminazione di prezzo, servirebbero a limitare il potere delle agenzie di rating. Nella condizione attuale, un declassamento del merito di credito penalizza tutto il debito allo stesso modo. Con una obbligazione al rischio progressivo, le tranches verrebbero valutate individualmente: abbassare contemporaneamente e uniformemente i loro rating sarebbe una operazione giudicata troppo superficiale dai mercati e l'agenzia di rating rischierebbe di danneggiare la propria reputazione. Il debito “giallo” potrebbe essere cartolarizzato per affinità geografica, ad esempio un Sud-Eurobond e un Nord-Eurobond. Le minori differenze tra stati renderebbero la contrattazione più facile e data la complementarità con la contrattazione a livello comunitario, ciò potrebbe ridurre la conflittualità anche in quest'ultima. Il debito “rosso” sarebbe un volano: in caso di forte attacco speculativo, andrebbe rapidamente in default allentando in tal modo la pressione sul resto del debito.

## Miglioramenti alla forma base della nuova proposta

Questa struttura di base non è esente da problemi, ma è possibile migliorarla applicando due semplici accorgimenti tecnici: rivolgere la tranche di debito rosso a investitori istituzionali e collateralizzare il debito verde. Di nuovo, gli effetti vanno analizzati in dettaglio.

Il debito rosso potrebbe essere configurato come una tranche “equity” caratterizzata da una duration molto lunga e poca differenza rispetto a vere e proprie azioni. In aggiunta impostando un taglio minimo elevato (superiore ai 250.000 Euro, ad esempio), l'offerta si rivolgerebbe a operatori “qualificati” consentendo di puntare ai diversi profili di rischio-rendimento degli investitori istituzionali (Cassiani, 2011).

L'utilizzo del collaterale per garantire le tranches verdi, invece, potrebbe permettere di abbassare ulteriormente i tassi di interesse richiesti sull'Eurobond aumentandone il rating presso le agenzie. Il problema di individuare l'oggetto “giusto” da usare come collaterale non è banale. Prodi e Quadrio-Curzio (2011) propongono di usare le riserve auree della sua banca centrale. A parte il fatto che le banche centrali non sono pubbliche o se lo sono dovrebbero restare molto indipendenti, resta il fatto che l'oro è una commodity anticiclica e il suo prezzo potrebbe variare considerevolmente nel tempo.

## Conclusioni

Malgrado i continui rinvii, gli Eurobond potrebbero essere un valido strumento contro questa crisi di debito. La mia proposta è innovativa: si fonda sulla cartolarizzazione del debito pubblico e il pooling a livello europeo della tranche più sicura emersa da questa cartolarizzazione per coprire l'emissione di Eurobond. La negoziazione continua consente di superare le riserve di paesi virtuosi come la Germania perché questi verrebbero “remunerati” implicitamente attraverso il meccanismo di ripartizione pro-quota dei risparmi sugli interessi. Il fondo salvastati EFSF, nonostante tutti i suoi limiti, può essere considerato il primo passo in questa direzione: ora la speranza è che si prosegua.

È chiaro che allo schema proposto dovranno seguire misure di medio termine che contengano il debito e soprattutto promuovano la crescita in maniera strutturale: un po' di convivenza (Eurobond) prima di sposarsi (Unione fiscale) potrebbe evitare rovinosi immediati divorzi e permettere di superare le prime burrasche della vita di coppia, ma per un matrimonio europeo duraturo servono elisir più potenti di un semplice escamotage finanziario.



# Una proposta per l'Italia: consolidare il debito pubblico

Michele Fratianni<sup>17</sup>

Mentre i nostri politici stanno cercando la soluzione meno indolore per risolvere la crisi del debito sovrano, vale la pena ricordare quello che avvenne nel 1926. L'Italia era uscita dalla prima guerra mondiale con un enorme debito pubblico che, agli inizi degli anni Venti, oltrepassava il 120 per cento del prodotto lordo interno che oggi è oggetto di tanta attenzione da parte dei mercati finanziari. In aggiunta, la composizione del debito pubblico era fortemente squilibrata verso il debito a breve (all'epoca chiamato debito fluttuante e dato dalla somma di anticipazioni della Banca d'Italia allo Stato, biglietti di Stato e BOT). Nel 1924, lo Stato fascista emise un titolo a 25 anni, al 4,75%, con lo scopo di invogliare i detentori di BOT ad una conversione. L'operazione non ebbe successo. Con una lira debole nei mercati valutari e crescenti timori di un possibile consolidamento del debito (oggi lo chiameremmo ristrutturazione), i BOT a scadenza venivano convertiti in circolante. Il livello del debito e la sua corta durata media avrebbero impedito una stabilizzazione monetaria che Benito Mussolini avrebbe poi annunciato nel suo discorso di Pesaro del 18 agosto del 1926. In data 6 novembre del 1926, un decreto legge autorizzò l'emissione del c.d. prestito Littorio che imponeva la conversione in titoli consolidati (titoli senza scadenza come i *consol* inglesi) dei buoni ordinari, buoni quinquennali e buoni settennali per un valore di 20,5 miliardi di lire che rappresentava oltre un quinto del debito pubblico.

Il consolidamento impartì un grosso drenaggio di liquidità che, a fine dicembre 1927, permise al governo di ripristinare Quota 90 (di fatto 92,46 lire per una sterlina) e la convertibilità aurea. L'Italia pagò il ritorno al tallone aureo alle vecchie parità con una deflazione e alti tassi reali d'interesse (Notare che gli alti tassi di interesse penalizzano, fra gli altri, i vecchi detentori di titoli pubblici che vendono nel mercato secondario ma non influenzano il costo dell'indebitamento sul consolidato che lo Stato paga). D'altra parte, la struttura del debito pubblico migliorò nettamente. In aggiunta, al decreto sul prestito Littorio fece seguito un secondo decreto che sopprimeva la Sezione autonoma del Consorzio e creava l'Istituto<sup>18</sup> di Liquidazione, entrambi miranti a sgravare lo Stato dal costo dei salvataggi<sup>19</sup>.

Che lezione possiamo trarre da questo episodio? Premetto che il giudizio della storia sul consolidamento tende ad essere influenzato dalla valutazione negativa che economisti e storici hanno dato, sulla scia del pensiero di John Maynard Keynes, sulla caparbia della leadership dell'epoca a ripristinare il tallone aureo a parità pre-guerra. Tale politica comportò alti costi economici e sociali connessi con gli effetti della deflazione in un mondo in cui prezzi e salari sono relativamente rigidi. Ma a parte questo, bisogna riconoscere che il consolidamento forzoso del 1926 rappresentò un capitolo nel risanamento del debito pubblico italiano, il cui principale contributo lo dette la sistemazione dei debiti di guerra iniziata nel 1925 e completata poi dalla moratoria Hoover del 1931.

L'Italia di oggi condivide con l'Italia del 1926 il fardello di un imponente debito pubblico; per il resto esistono differenze sostanziali. L'Italia del 1926 era alla ricerca di una stabilità

<sup>17</sup> Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali (Università Politecnica delle Marche), MoFiR e Indiana University. E-mail: [fratiann@indiana.edu](mailto:fratiann@indiana.edu).

<sup>18</sup> In particolare, si legga di Keynes (1925), *The Economic Consequences of Mr. Churchill*.

<sup>19</sup> Per maggior dettagli, si veda Fratianni, M. and Spinelli, F. (2001).

monetaria che intendeva raggiungere con il ritorno al *gold standard*. Con una sua banca centrale, anche se appena costituita, lo Stato italiano però aveva accesso incondizionato ad un prestatore di ultima istanza. Qualora il vincolo del tallone aureo si fosse manifestato troppo stretto, il governo avrebbe potuto abbandonare i cambi fissi e ricorrere alla sua banca centrale per il finanziamento dei deficit di bilancio (come di fatto fece negli anni Trenta). Infine, una grossa parte del debito pubblico era dovuto a stati esteri che, per effetto della guerra, erano disposti a fare concessioni su tale debito. L'Italia di oggi, invece, opera in un'area caratterizzata da cambi permanentemente fissi (l'euro-area) e con una banca centrale (BCE) che rappresenta gli interessi non solo dell'Italia ma di una numerosa e eterogenea comunità di stati sovrani. La BCE esercita il ruolo di prestatore di ultima istanza nei confronti del sistema bancario: lo ha fatto durante la crisi dei *subprime* e lo continua fare oggi. Però non è autorizzata a farlo, per statuto, nei riguardi degli Stati membri. Per riguadagnare questo ruolo, l'Italia dovrebbe o convincere gli altri partner dell'euro-area a cambiare lo statuto oppure uscire dall'euro-area e re-introdurre una moneta nazionale. La prima opzione trova l'opposizione ferrea di alcuni stati membri dell'euro-area, la Germania *in primis*; la seconda è ostacolata da un forte costo di uscita. Infine, anche se una consistente proporzione (45 per cento) del debito pubblico italiano è detenuto all'estero, a differenza del 1926 i creditori di oggi non sono disposti a fare concessioni.

Un consolidamento del debito pubblico italiano potrebbe rappresentare una valida alternativa a soluzioni di risanamento che richiedono un forte impegno politico dei partner "forti" dell'euro-area, impegno che si scontra con un elettorato reticente nei confronti di una integrazione politico-fiscale dell'euro-area; questo vale tanto per la proposta *eurobond* quanto per un irrobustimento del fondo salva stati o una BCE accomodante. Il vantaggio di un consolidamento è che sarebbe l'Italia a decidere e non altri Paesi ad imporglierle piani di risanamenti. Una fra le varianti di consolidamento potrebbe essere una conversione forzata di tutti i titoli al di sotto dei 10 anni in buoni del Tesoro decennali emessi o con una cedola fissa che non superi il tasso di inflazione target della BCE o, ancora meglio, con una cedola variabile che si adegui completamente o in parte al tasso *ex-post* di inflazione. Indipendentemente dalla formula tecnica adottata, il consolidamento deve soddisfare due obiettivi: il primo è di liberare la politica economica dall'affanno del rinnovo del debito per un lasso di tempo sufficientemente lungo per completare un risanamento; il secondo è di abbassare il tasso di interesse reale sul debito pubblico a valori prossimi allo zero.

Un consolidamento comporta un vincolo di bilancio stretto e immediato per il Tesoro. Non avendo più la reputazione per emettere titoli, lo Stato deve gioco forza limitare i flussi di spesa entro i flussi delle entrate (a parte prestiti concessi dalle banche). Questo ebbe luogo anche dopo il 1926 quando lo Stato non fù in grado di emettere BOT per diversi anni. Considerando il grado di dimenticanza storica dei mercati finanziari nei confronti di stati che hanno ristrutturato i loro debiti, l'imposizione di un vincolo di bilancio forte e l'assenza di nuovi flussi di offerta di titoli pubblici gioverebbero a ridare fiducia ai titoli di stato italiani e a ridurre lo spread nei confronti del *Bund* entro tempi relativamente brevi, probabilmente entro cinque anni.

Non bisogna illudersi che l'operazione sia a costo zero; se lo fosse non ci sarebbe dibattito. I detentori di titoli pubblici, sia in Italia che all'estero, incorrerebbero in una perdita di capitale se decidessero di rivenderli sul mercato secondario. Lo Stato perderebbe la sua capacità di finanziarsi sui mercati finanziari durante il periodo di non-dimenticanza storica. L'economia soffrirebbe di alti tassi di interesse conseguenti al consolidamento fino a quando i mercati maturerebbero la convinzione che lo Stato italiano è sulla strada giusta per un risanamento duraturo del suo debito. Circa le banche, il tallone di Achille sia della crisi dei *subprime* che

del debito sovrano, il consolidamento non dovrebbe danneggiarne seriamente i bilanci. Le banche potrebbero utilizzare i titoli di stato a costo di capitale zero e senza accusare perdite di bilancio, purchè il regolatore conceda loro di collocare i titoli nella categoria *holding period*. Il mercato, d'altra parte, le penalizzerebbe perché non contabilizza secondo i canoni dell'*holding period*.

In sintesi, il consolidamento ha i suoi costi. Ma questi vanno valutati in relazione ai costi delle alternative. Le possibili soluzioni sono o di agire sugli stock (debito) o sui flussi (deficit di bilancio). I paesi "forti" dell'euro-area, non trovando un accordo su un programma serio sugli stock, "impongono" soluzioni drastiche sui flussi che penalizzano la crescita e le prospettive di un risanamento degli stock. Su quello italiano oggi grava un premio al rischio di 400 punti base, e l'economia non cresce. Il consolidamento del debito va valutato rispetto alle prospettive che si intravedono oggi e non in termini di un improbabile salvatore della Patria.

## Riferimenti bibliografici

- Alessandrini P.; Fratianni M. (2009). Resurrecting Keynes to Stabilize the International Monetary System. *Open Economies Review*, **20**(3), 339–358.
- Armendariz B.; Morduch J. (2010). *The Economics of Microfinance*. The MIT Press, Cambridge.
- Banca dei Regolamenti Internazionali (2011). *BIS Quarterly Review*. Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea.
- Banca d'Italia (2011a). Bollettino Economico - Appendice Statistica. **65**.
- Banca d'Italia (2011b). Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori monetarie e finanziari, Finanza pubblica, fabbisogno e debito. **Anno XXI**(35).
- Blejer M.; Yeyati E. L. (2010). Leaving the Euro: What's in the Box? VoxEU.org, disponibile su [www.voxeu.org/index.php?q=node/5326](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5326).
- Cassiani M. (2011). Eurobond, collegarli a una diversa classificazione del rischio-debito ma anche alla crescita,. FIRSTonline, disponibile su <http://tinyurl.com/bwsm3ze>.
- Cipolla C. (1982). *The Monetary Policy of the Fourteenth Century Florence*. University of California Press, Berkeley.
- Delors J. (1994). *Crescita, competitività, occupazione*. Il Saggiatore, Milano.
- Delpla J.; von Weizsacker J. (2010). The blue bond proposal. Bruegel Policy Brief 2010/03, Bruegel, Bruxelles.
- Fondo Monetario Internazionale (2011a). *Global Financial Stability Report*. Fondo Monetario Internazionale, Washington, DC.
- Fondo Monetario Internazionale (2011b). World Economic Outlook Database. Disponibile su <http://tinyurl.com/6y2ssnn>.
- Fratianni M.; Marchionne F. (2009). The role of banks in the subprime financial crisis. *Review of Economic Conditions in Italy*, (2009/1).
- Fratianni, M. and Spinelli, F. (2001). *Storia monetaria d'Italia*. ETAS, Milano.
- Giannini C. (2004). *L'età delle banche centrali*. Il Mulino, Bologna.
- Goodhart C. (2010). The changing role of central banks. Working Paper 326, Bank for International Settlements.
- Gros D.; Mayer T. (2011). Refinancing the EFSF via the ECB. CEPS Commentary.
- Il Sole 24 Ore (2011). Ora un fondo indipendente per promuovere la crescita. disponibile su <http://tinyurl.com/csknyrh>.
- Keynes J. (1925). *The Economic Consequences of Mr. Churchill*. L. and V. Woolf, London.
- Keynes J. (2004). *Come uscire dalla crisi*. Laterza, Bari.

- Marchionne F. (2011). Debito rosso, giallo e verde: ecco come rendere l'eurobond flessibile e superare le riserve tedesche. *FIRSTonline*, disponibile su <http://tinyurl.com/cw7g7bb>.
- Niccoli A.; Marchionne F. (2012). Supreme Subprime Myth: The Role of Bad Loans in the 2007-2009 Financial Crisis. *PSL Quarterly Review*, **65**(260).
- Presbitero A.; Rebucci A. (2011). E' più facile stabilizzare il debito tagliando le spese che aumentando le tasse. *LaVoce.info*, disponibile su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).
- Prodi R.; Quadrio-Curzio A. (2011). Eurounionbond per la nuova europa. *Il Sole 24 Ore*, disponibile su <http://tinyurl.com/d6xyof5>.
- Wolf M. (2011). Thinking through the unthinkable. *Financial Times*.
- Wyplosz C. (2011). Resolving the current european mess In *The Future of Banking*. A cura di Beck T. CEPR, Londra.

## Roundtable: “Does Europe need to bailout Greece?”

P. Alessandrini, Università Politecnica delle Marche  
M. Fratianni, Università Politecnica delle Marche and Indiana University  
P. F. Giorgi, Banca delle Marche  
F. Marchionne, Università Politecnica delle Marche  
P. Marcolini, Regione Marche  
L. Papi, Università Politecnica delle Marche

### Abstract

This paper collects the contributions to the roundtable “Does Europe need to bailout Greece?”, organized by the Money and Finance Research group (MoFiR) and held at the Faculty of Economics of the Università Politecnica delle Marche (Ancona), on October 19, 2011. The contributions discuss the reasons of the Greek sovereign debt crisis, its possible consequences of the future of the euro and of the monetary union, the alternative policy options at national and international level to deal with the crisis, and, finally, the effects of the Italian economic scenario.

**JEL Classification:** *E60; E65; F32; F36*

**Key words:** *Financial crisis; Sovereign debt; Greece; Europe; Eurobond.*