

# 1. Rischio sovrano e rischio di ridenominazione nell'area euro: analisi e strategie\*

ANNALISA DI CLEMENTE\*\*

## 1. Introduzione

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

Dalla firma del Trattato di Maastricht (1992)<sup>1</sup> i rendimenti relativi ai debiti sovrani dell'area euro hanno infatti iniziato a convergere (vedi Figura 1) raggiungendo la parità con l'entrata in vigore dell'euro nel

\* In "Venti Anni di Euro: una settimana per capire il passato e immaginare il futuro", Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche, Sapienza Università di Roma, 20 novembre 2019.

\*\* Professore Associato di "Banca e Gestione del Rischio", Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche, Sapienza – Università di Roma.

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

1999<sup>2</sup>. Questo livellamento dei rischi sovrani ha portato il sistema finanziario a sottovalutare l'eterogeneità dei paesi membri e quindi i rischi specifici di ciascun paese.

In particolare, fino allo scoppio della crisi del 2008 (iniziata come crisi dei mutui sub-prime statunitensi), il sistema finanziario internazionale ha sottovalutato il “rischio di sostenibilità” dei paesi economicamente e finanziariamente più fragili dell'area euro, i cosiddetti PIIGS o paesi periferici, quali il Portogallo, l'Irlanda, l'Italia, la Grecia e la Spagna. Infatti nel 2007, ossia a quasi un decennio dall'avvio della moneta unica (1999), solo pochi paesi dell'euro zona registravano saldi di bilancio vicini al pareggio in termini strutturali, ossia trascurando gli effetti del ciclo economico sulle entrate e sulle spese pubbliche. In alcuni casi, il debito pubblico era ancora su livelli eccessivamente elevati rispetto al prodotto interno lordo.

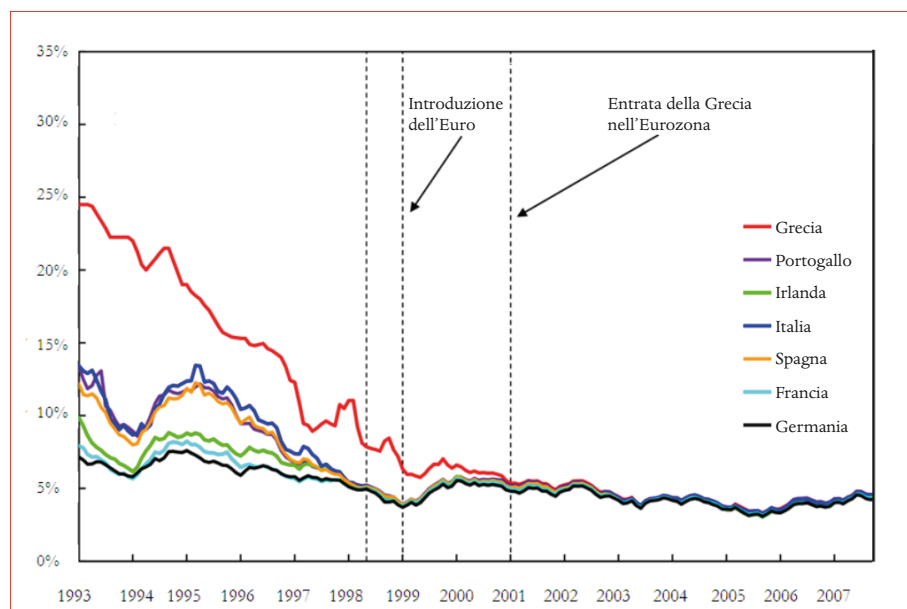
Nonostante tali squilibri di finanza pubblica, fino allo scoppio della crisi del 2008, i differenziali di rendimento tra i titoli di stato all'interno dell'area euro erano prossimi allo zero (vedi Figura 1).

## 2. Fattori determinanti i credit spread sovrani

A determinare i differenziali di rendimento dei titoli di stato dell'area euro (i *credit spread* sovrani) concorrono due componenti: una “nazionale” ed una “europea”.

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

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



**Figura 1.** Evoluzione dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani dei paesi periferici (PIIGS) e di Francia e Germania dal 1993 al 2007. Fonte: Minenna, 2015.

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

La “componente europea” è invece rappresentata dall’incompletezza del disegno istituzionale dell’area euro e dai timori di rottura dell’unione monetaria espressi dal cosiddetto “rischio di ridenominazione”.

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

Impossibilitata a collocare i propri titoli sul mercato finanziario internazionale, nel maggio del 2010 la Grecia ha dovuto ricorrere all’aiuto fi-

nanziario della Troika ossia dell'Unione Europea, della Banca Centrale Europea e del Fondo Monetario Internazionale. Questo aiuto finanziario ha avuto la natura del prestito *condizionale*, ossia sottoposto a precisi piani di austerità da parte del paese in crisi soprattutto in termini di severe politiche fiscali e di contenimento della spesa pubblica.

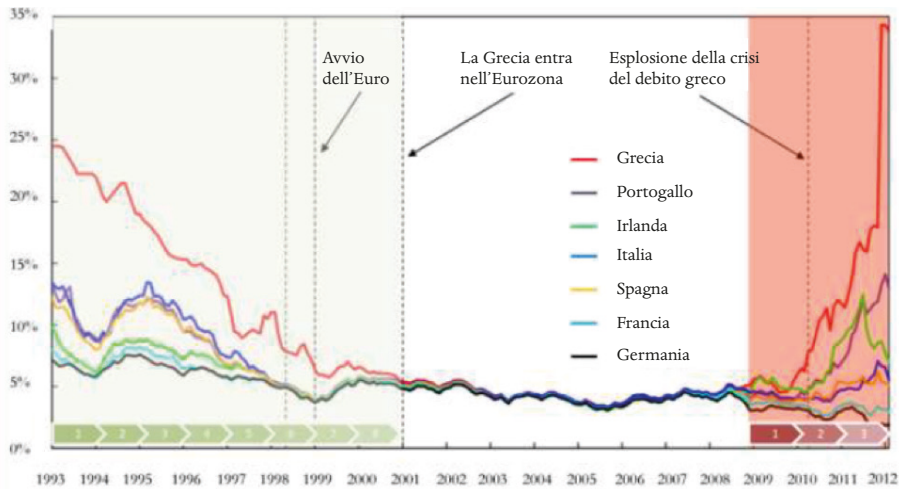
Nei mesi successivi, anche l'Irlanda (novembre 2010) ed il Portogallo (aprile 2011) furono costretti a richiedere il medesimo tipo di aiuto finanziario alla Troika (UE, BCE e FMI).

L'impatto della "crisi del debito sovrano" sul mercato dei titoli di stato in Europa è stato diverso da paese a paese. Mentre i tassi di interesse sui titoli di stato sono diminuiti in Germania fino ad arrivare ad un livello del 2% circa, questi sono aumentati in maniera vertiginosa in Grecia, Portogallo, Irlanda e, seppure in misura minore, anche in Spagna e in Italia fino alla prima metà del 2011. Nella seconda metà del 2011 i differenziali di rendimento tra i titoli di stato dell'area euro hanno cominciato ad ampliarsi velocemente. Ricordiamo come lo spread tra i Btp (Buoni del Tesoro Poliennali) decennali italiani e quelli tedeschi, ancora inferiore ai 200 punti base nel primo semestre del 2011, raggiunse i 550 punti base nel mese di novembre dello stesso anno (vedi Figura 2). Il forte incremento del rischio d'insolvenza percepito dagli investitori internazionali sui paesi periferici dell'area euro, i PIIGS, ha fatto sì che i capitali si spostassero dai PIIGS ai paesi CORE dell'area Euro (ossia i paesi più solidi finanziariamente ed economicamente, come il Belgio, la Francia, la Germania, la Finlandia e i Paesi Bassi) attraverso le operazioni di disinvestimento nei titoli emessi dai paesi più rischiosi (PIIGS) e di acquisto dei titoli dei paesi più sicuri (CORE).

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

La "fuga" dei capitali dai PIIGS ai paesi CORE<sup>3</sup>, ossia il fenomeno del *flighty to quality*, letteralmente "volo o fuga verso la qualità", ha ridotto ulteriormente gli oneri finanziari degli stati core permettendo loro di godere di un "premio di sicurezza", mentre ha incrementato gli oneri finanziari degli stati vulnerabili (quelli periferici) indebolendo ulteriormente la loro solvibilità e la sostenibilità del proprio debito.

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



**Figura 2.** Divergenza dei tassi di interesse dei titoli di stato a 10 anni dei paesi periferici dell'Euro zona (PIIGS) e di due paesi core come Francia e Germania.

La percezione da parte degli investitori internazionali di un'incompletezza del progetto di unione europea e dell'assenza di una "unione completa" che sapesse gestire efficacemente e prontamente la crisi finanziaria di uno stato o di una banca dell'unione è stata la causa dell'amplificazione della crisi europea provocata dal peggioramento delle aspettative degli investitori internazionali sulla capacità di *resilienza* dei paesi periferici alle forti tensioni sui propri titoli sovrani. Tale debolezza avrebbe potuto provocare la rottura dell'unione monetaria innescando il rischio di ridenominazione delle attività finanziarie dei sistemi economici nazionali in crisi in una nuova valuta fortemente svalutata rispetto all'euro. La "crisi della valuta unica" ebbe modo di manifestarsi pienamente nella seconda metà del 2011 provocando forti tensioni non solo sui paesi vulnerabili ma anche sui sistemi bancari di quegli stessi paesi.

### 3. Caratteristiche del rischio sovrano

Con rischio sovrano si fa riferimento alla probabilità d'insolvenza di un prestatore sovrano espressa dal suo livello di merito creditizio o *credit rating*. L'eventualità che uno Stato non sia in grado, o non trovi conveniente,

onorare una sua posizione debitoria è legata alla possibilità che questo, per un significativo periodo di tempo, registri un saldo negativo in bilancio. Le cause alla base di uno squilibrio fiscale possono rinvenirsi in un'eccessiva spesa pubblica, dovuta per esempio al finanziamento pubblico di progetti o investimenti non economicamente redditizi, e/o in entrate fiscali insufficienti dovute ad una brusca recessione economica, come accaduto in Spagna, o ad un'elevata evasione fiscale, come in Grecia.

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

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

La crisi finanziaria globale del 2007–2008 e gli ingenti costi fiscali sopportati dagli stati per la stabilizzazione dei propri sistemi bancari hanno portato alla luce non solo i profondi squilibri tra i paesi membri ma anche l'esistenza di uno stretto e pericoloso legame tra finanza privata e condizioni del debito sovrano.

#### **4. I canali di propagazione del rischio sovrano all'economia reale**

Il rischio sovrano può colpire l'economia reale attraverso tre canali di propagazione: il canale bancario, il canale della fiducia ed il canale del commercio.

Relativamente al canale bancario, l'evidenza empirica mostra come un deterioramento del merito di credito dei titoli sovrani renda più difficile e costoso il finanziamento (*funding*) anche per il suo sistema bancario che reagirà, a sua volta, con una contrazione del credito elargito all'economia reale e con un aumento del costo del finanziamento richiesto a imprese e famiglie provocando una crisi economica che accentuerà ulteriormente la originaria crisi sovrana. Infatti, cadute generalizzate dei prezzi dei titoli pubblici, massicciamente presenti nei bilanci bancari, aumentano la

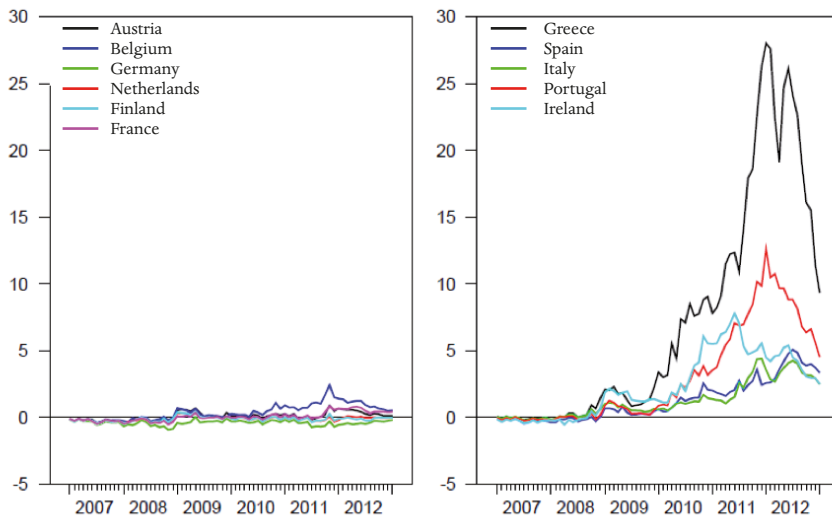
rischiosità bancaria e, conseguentemente, il costo del *funding* bancario. Inoltre, le continue minusvalenze nei bilanci portano anche ad un'erosione del capitale bancario accrescendo la difficoltà delle banche ad accedere a nuove fonti di finanziamento.

Inoltre, anche le banche estere possono essere contagiate dallo shock sovrano, sia direttamente attraverso le proprie esposizioni sui titoli in crisi, che indirettamente attraverso le proprie esposizioni interbancarie transfrontaliere verso le banche del paese in crisi.

Inoltre, le tensioni sul debito sovrano solitamente producono una “crisi di fiducia” nelle imprese e nelle famiglie sulle prospettive economiche future anche a causa dell'annuncio da parte dei governi di politiche di *austerità* che si concretizzano in severe politiche di consolidamento fiscale (tagli alla spesa pubblica corrente e/o incrementi di imposte e tasse) necessarie per la sostenibilità del debito pubblico.

Durante una crisi del debito sovrano si registra anche un calo degli scambi commerciali tra i paesi partner, in seguito soprattutto alla caduta delle importazioni da parte dei paesi colpiti dallo shock sovrano.

Nell'euro zona la crisi greca ha prodotto un significativo aumento degli spread sovrani di tutti i paesi periferici, mentre l'impatto sui paesi core è stato molto contenuto (vedi Figura 3).



**Figura 3.** Evoluzione dello spread dei titoli sovrani dell'area euro dal 2007 al 2012 (paesi core e paesi periferici). Fonte: Neri e Ropele, 2015.

Anche l'impatto sul costo del credito tra i vari paesi (core e periferici) è stato diverso producendo differenze nelle condizioni del credito tra i vari Paesi.

Popov e Van Horen (2015) hanno studiato il legame diretto tra il deterioramento del merito di credito del debito sovrano estero e l'attività creditizia delle banche in possesso di tale debito. Gli autori (2015) hanno riscontrato che le banche con volumi rilevanti di titoli di stato dei paesi periferici hanno ridotto i prestiti sindacati<sup>4</sup> di circa il 20% rispetto alle banche con volumi marginali degli stessi titoli. Il ruolo peculiare del canale bancario, come meccanismo di trasmissione delle tensioni dei debiti sovrani sui sistemi economici, è evidenziato dalle reazioni dell'offerta di credito espressa sia in termini di prestiti alle imprese non finanziarie che in termini di offerta di liquidità (aggregato M3<sup>5</sup>) (vedi Figure 4 e 5).

Possiamo osservare dalla Figura 4 come, dopo un anno dallo shock sovrano, i prestiti in Grecia, Portogallo, Spagna e Italia siano diminuiti di circa il 2%. Un quadro più disomogeneo si delinea nei paesi core. I prestiti alle società non finanziarie in Germania e Finlandia aumentano moderatamente, mentre in Austria, Francia e Paesi Bassi inizialmente stagnano per poi diminuire. In Belgio, invece, i prestiti iniziano a ridursi immediatamente dopo lo shock.

L'impatto sull'attività industriale è simile in tutti i paesi, con l'eccezione di Grecia, Portogallo e Finlandia, riflettendo i forti legami commerciali esistenti tra i paesi dell'area euro (vedi Figura 6). Un anno dopo lo shock, la caduta della produzione industriale è di circa il 2% in Italia, Irlanda, Germania e Paesi Bassi, e dell'1% per cento in Spagna, Austria e Belgio. Per quanto riguarda i paesi core, il calo dell'attività economica può essere spiegato dal deterioramento della fiducia del consumatore, pur a fronte di un accesso più favorevole al credito per le imprese e di un tasso di disoccupazione praticamente inalterato (Neri e Ropele, 2015).

4. La peculiarità di un prestito sindacato consiste nella disponibilità di un gruppo di banche di credito di finanziare un'impresa per importi consistenti; l'operazione è di media/lunga durata e si fonda sulla condivisione del rischio connesso al finanziamento tra i diversi intermediari creditizi che vi prendono parte.

5. Gli aggregati monetari misurano l'offerta di moneta esistente in un determinato momento nel sistema economico; la loro entità influenza i tassi di interesse e di inflazione: una maggiore offerta di moneta, infatti, si traduce in un minor tasso d'interesse (a parità di domanda) e può tradursi in maggiore inflazione. Per questo motivo gli aggregati monetari sono normalmente utilizzati per esprimere gli obiettivi della politica monetaria. L'aggregato monetario, M3, include tutti gli strumenti finanziari più liquidi.



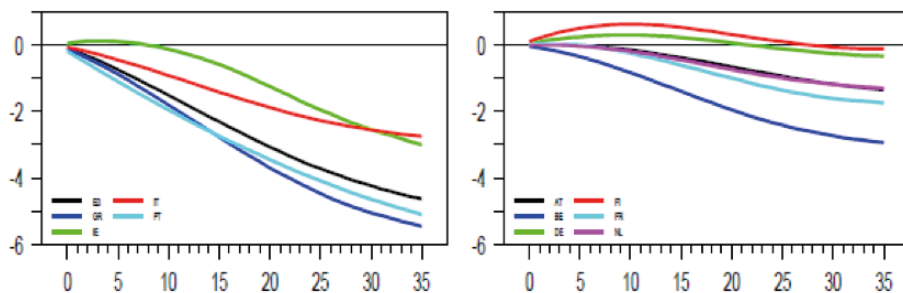


Figura 4. Evoluzione dei prestiti alle imprese non finanziarie dei paesi dell'euro zona nei 35 mesi successivi allo shock sovrano. Fonte: Neri e Nopele (2015).

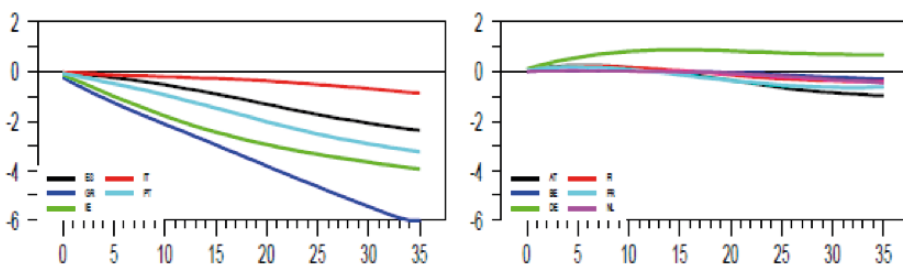


Figura 5. Evoluzione dell'aggregato monetario M3 nei paesi dell'euro zona nei 35 mesi successivi allo shock sovrano. Fonte: Neri e Nopele (2015).

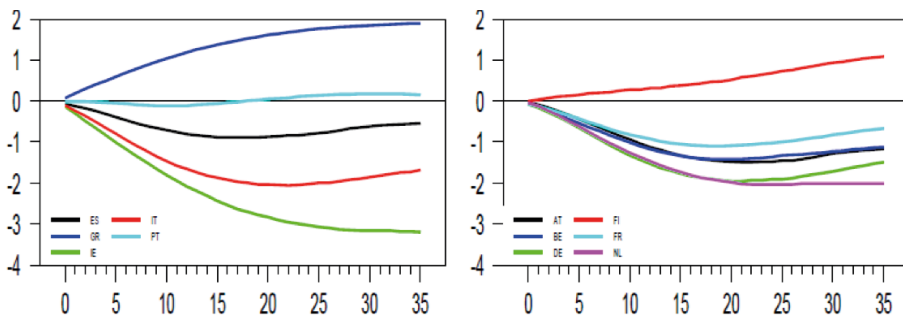


Figura 6. Risposta della produzione industriale dei paesi dell'euro zona ad uno shock di 500 punti base dello spread di rendimento del titolo di stato decennale greco durante i 35 mesi successivi. Fonte: Neri e Nopele (2015).

Nota: AT=Austria, BE=Belgio, DE=Germania, ES=Spagna, FI=Finlandia, FR=Francia, GR=Grecia, IE=Irlanda, IT=Italia, NL=Paesi Bassi, PT=Portogallo.

Apparentemente contraddittoria è la reazione della Grecia che, dopo aver perso tra il 2001 ed il 2009 circa il 30% di competitività dal lato dei costi nei confronti dei suoi principali partner commerciali europei, tra il 2010 ed il 2012 riuscì a recuperare l'80 per cento di quella perdita attraverso una svalutazione interna e riforme strutturali che hanno portato ad un drastico taglio dei salari e dei prezzi domestici (Provopoulos, 2014).

In termini di tasso di disoccupazione, diversa è la situazione per i paesi periferici, che assistono ad un netto incremento del tasso di disoccupazione, fatta eccezione per l'Irlanda (vedi Figura 7). Le risposte divergenti del tasso di disoccupazione possono essere correlate a differenze strutturali nei mercati del lavoro, compresa la tutela sul lavoro e la flessibilità del mercato del lavoro.

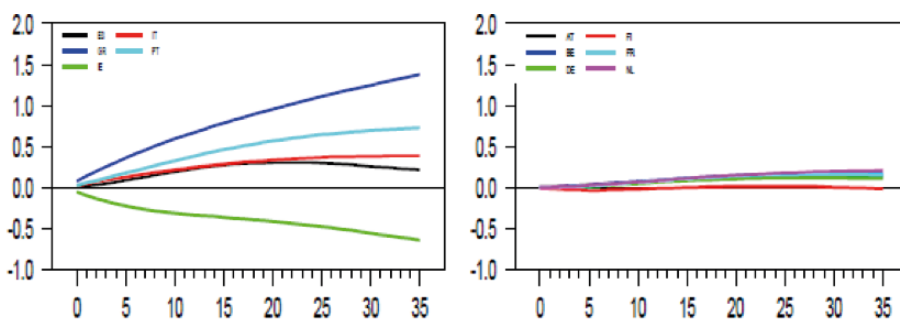


Figura 7. Evoluzione del tasso di disoccupazione dei paesi dell'area euro nei 35 mesi successivi allo shock sovrano. Fonte: Neri e Nopele (2015).

Nota: AT=Austria, BE=Belgio, DE=Germania, ES=Spagna, FI=Finlandia, FR=Francia, GR=Grecia, IE=Irlanda, IT=Italia, NL=Paesi Bassi, PT=Portogallo.

## 5. La stretta relazione tra rischio sovrano e rischio bancario

Durante la crisi dei debiti sovrani dell'area euro, degli anni 2010–2012, la percezione di accresciuta rischiosità dei titoli pubblici dei paesi periferici si trasferì quindi agli attivi delle banche che detenevano ampie quantità di quei titoli, tipicamente le banche domestiche, razionando drasticamente la liquidità a loro disposizione sui mercati all'ingrosso e rendendole più dipendenti dal rifinanziamento presso la BCE. In altri termini, la crisi del debito sovrano si trasmise al sistema bancario innescando una crisi di liquidità di quest'ultimo. A sua volta, l'incremento di rischiosità delle ban-

che produsse un peggioramento della valutazione sia dei rispettivi “titoli sovrani”, che della capacità degli Stati di sostenere con risorse pubbliche l'eventuale crisi di una o più banche nazionali.

Nel 2011, in Italia e nei paesi colpiti dalle tensioni, peggiorarono infatti bruscamente le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche, il cui merito di credito venne assimilato a quello dei rispettivi paesi sovrani; si inaridirono i collocamenti di obbligazioni bancarie, soprattutto di quelle non garantite; persero spessore anche i mercati dei certificati di deposito e della carta commerciale. Il costo della raccolta bancaria aumentò e nel mercato monetario si ampliarono significativamente i differenziali tra i tassi di interesse a brevissimo termine corrisposti dalle banche italiane e quelli medi europei.

Allo stesso tempo, risultò evidente non solo la forza della relazione esistente tra rischio sovrano e rischio bancario, ma anche la sua capacità di autoalimentazione attraverso diversi canali di trasmissione. Il peggioramento del rischio sovrano portò ad un inevitabile deterioramento dei bilanci degli intermediari bancari, grandi detentori di titoli pubblici. Nella Figura 8 possiamo infatti osservare il valore delle esposizioni bancarie verso i titoli sovrani di alcuni paesi europei a giugno del 2013.

<i>Millions of euros - June 2013</i>	<b>Total sovereign exposures</b>	<b>Sov. exp. / tot. assets (%)</b>	<b>Domestic sov. / tot. sov. (%)</b>
Austrian banks	22,323	6.6	51.5
German banks	376,231	8.4	76.7
Spanish banks	191,313	8.0	92.5
French banks	172,099	2.8	58.8
UK banks	183,238	2.9	61.6
Italian banks	260,594	13.1	79.8
Dutch banks	119,543	6.0	41.1
Portuguese banks	28,515	8.7	85.8
<b>Total</b>	<b>1,353,856</b>	<b>5.6</b>	<b>71.8</b>

**Figura 8.** Esposizione (in milioni di euro e in percentuale) di alcuni sistemi bancari nazionali europei ai titoli sovrani al giugno 2013. Fonte: SNL Financial su dati EBA.

Note: nella prima colonna è riportato, in milioni di euro, l'ammontare totale delle esposizioni sovrane di ciascun paese; nella seconda colonna, in percentuale, figurano le esposizioni sovrane sul totale della attività; nella terza colonna, sempre in percentuale, è riportato l'ammontare delle esposizioni sovrane domestiche sul totale delle esposizioni sovrane.

L'alta propensione delle banche ad investire sul debito sovrano deriva dal fatto che i titoli ad esso collegati sono percepiti come poco rischiosi ed altamente liquidi. A conferma di ciò, anche la regolamentazione prudenziale garantisce alle banche esposte verso i titoli sovrani un trattamento preferenziale per quanto concerne la ponderazione del rischio di credito, assegnando un coefficiente di ponderazione *risk-free* a questa tipologia di attività.

Le obbligazioni sovrane si qualificano, in genere, come attività idonee ad essere utilizzate in operazioni di rimborso con le banche centrali oltre a qualificarsi come *High Quality Liquid Asset* (HQLA)<sup>6</sup> nel requisito di copertura di liquidità a breve (LCR<sup>7</sup>) introdotto da Basilea III nel sistema bancario europeo a partire dal 2015.

Inoltre, le banche potrebbero sovrainvestire in titoli di stato nazionali a causa della loro offerta relativamente più elevata<sup>8</sup>. Un contesto macroeconomico deteriorato in genere porta ad ampi deficit fiscali e ad un incremento delle emissioni di debito pubblico. L'offerta eccedente di obbligazioni statali che ne scaturisce è almeno in parte assorbita dal settore bancario nazionale. L'assorbimento di titoli di stato da parte del sistema bancario nazionale aumenta nei periodi di crisi a causa della riduzione degli investitori stranieri (Asonuma *et al.*, 2015). Inoltre, la paura di effetti di "ricaduta" dei titoli sovrani può indurre a comportamenti di autoconservazione da parte delle banche che scelgono di investire in obbligazioni sovrane domestiche nel tentativo di ridurre la probabilità di default del proprio paese.

Infine, a favorire l'acquisto di titoli di stato sono state anche le politiche monetarie messe in atto dalle autorità bancarie. Di primaria importanza è stata l'operazione di finanziamento alle banche a basso costo, *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), effettuata alla fine del 2011 ed all'inizio del 2012. L'obiettivo della manovra è stato quello di fornire aiuto alle banche, concedendo prestiti a basso tasso di interesse, al fine di incrementare la concessione di crediti a famiglie e imprese, agendo così sulla stagnazione economica

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

7. L'acronimo LCR sta per Liquidity Coverage Ratio.

8. I governi nazionali sono i principali prenditori sul mercato dei capitali con una quota prossima al 60% del totale (McKinsey, 2014).

in corso. Tuttavia, le banche hanno investito i fondi della BCE nell'acquisto di titoli di stato con più alte cedole per ottenere rendimenti interessanti.

Anche se non è mai stato nell'intento della BCE alimentare l'acquisto di titoli di stato percepiti come più rischiosi, il risultato è stato quello di spingere ulteriormente le banche ad investire in quei titoli contro ogni logica prudenziale. Tuttavia, le ragioni della rapida crescita delle esposizioni sovrane delle banche non vanno ricercate solo nei principi regolamentari e nelle politiche monetarie adottate nell'Area Euro, ma vanno rinvenute anche nei fenomeni del *moral suasion* e del *carry trade* (operazione di speculazione finanziaria sul tasso di interesse).

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

Una riduzione del valore dei titoli di stato, dovuto ad un aumento del rischio sovrano, ha pure come effetto la diminuzione del valore delle garanzie che le banche possono utilizzare per finanziarsi all'ingrosso sui mercati pronti contro termine e per effettuare emissioni di obbligazioni garantite ed operazioni sui derivati negoziati sui mercati *Over the Counter*. Se il titolo di debito sovrano è stato già utilizzato per qualcuna di queste operazioni, la svalutazione dello stesso al prezzo di mercato potrebbe comportare una richiesta di garanzie addizionali. Inoltre, eventuali aspettative di un possibile coinvolgimento del settore privato e/o di un ulteriore declassamento del debito sovrano potrebbero portare anche all'esclusione di queste attività finanziarie dal *pool* di garanzie ammissibili (BIS, 2011)<sup>9</sup>.

Come già detto, il rischio sovrano viene percepito dagli investitori come un importante elemento di riferimento per la fissazione del livello di rischio dell'economia nazionale nel suo complesso. Un declassamento del rating creditizio dello Stato di riferimento si traduce immediatamente in un peggioramento anche del rating degli intermediari finanziari di quel paese, riflettendosi negativamente sul costo della loro raccolta di capitale. Questo perché le agenzie di rating assegnano un merito di credito di lungo periodo

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

alle istituzioni finanziarie prendendo in considerazione anche la possibilità per queste di ricevere, in caso di necessità, un finanziamento esterno da parte dello Stato; ma questa probabilità è strettamente legata alla solvibilità dello Stato medesimo (S&P's, 2014)<sup>10</sup>. Un deterioramento del merito creditizio di uno Stato è quindi percepito dagli investitori anche come una minore capacità dello Stato stesso di intervenire a sostegno del suo sistema bancario attraverso garanzie implicite e/o esplicite.

Attraverso i canali descritti sopra, un aumento del rischio sovrano si ripercuote negativamente sulla solidità delle banche di quel paese con conseguenze negative anche per l'economia reale che registra un razionamento del suo finanziamento dovuto alla contrazione del credito bancario all'economia reale (famiglie e imprese) con un conseguente rallentamento della crescita economica e quindi anche delle entrate fiscali. Poiché questi fenomeni tendono ad autoalimentarsi, potrebbero portare il paese ad una pesante recessione economica.

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

A rigore, quando si parla di relazione tra debito sovrano e sistema bancario è importante operare una distinzione tra debito nazionale e debito estero. In generale, l'esposizione bancaria al debito nazionale ha profonde implicazioni in tema di stabilità finanziaria poiché è in grado di alimentare una spirale negativa attraverso tutti i canali sopracitati, a differenza dell'esposizione verso il debito estero che non ha tale forza (Angelini, Grande, Panetta, 2014).

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

L'esperienza recente ci mostra come una crisi bancaria possa richiedere al governo nazionale di supportare banche ed altre istituzioni finanziarie nazionali in difficoltà. In questi casi, l'impatto sulla finanza pubblica non deriva

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

solamente dalla contrazione della crescita e da una eventuale recessione, ma anche dal livello delle misure straordinarie implementate dal governo a sostegno del proprio sistema bancario e dell'economia nazionale. In alcuni casi, come Irlanda, Islanda e Cipro, la dimensione degli squilibri è stata tale da mettere a repentaglio la tenuta stessa dei paesi<sup>11</sup>.

A fronte di tali avvenimenti si è fatta strada la consapevolezza che, per spezzare il circolo vizioso esistente tra rischio sovrano e rischio bancario, sia necessario unificare le banche europee soprattutto agli occhi degli investitori internazionali. In altre parole, occorre dare vita ad un'unione bancaria europea in cui la "risoluzione" della crisi di una banca è affare comune dell'unione monetaria e non del solo singolo stato coinvolto.

## 6. Le strategie adottate dall'Europa per gestire la crisi dell'area euro

Alla crisi dei debiti sovrani la UEM (Unione Economica e Monetaria Europea) ha reagito con una strategia articolata su due fronti: da un lato, i singoli paesi si sono impegnati ad attuare politiche di bilancio prudenti<sup>12</sup> e riforme strutturali a sostegno della competitività; dall'altro, è stato avviato un articolato processo di riforma della *governance* europea<sup>13</sup>.

Mentre la crisi finanziaria, prima americana e poi globale, fu causata da "eccessi" di diversa natura, quali: eccessi di creazione monetaria<sup>14</sup>, di innova-

11. Angelini *et al.* (2014).

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

13. Visco (2013).

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

zione finanziaria incontrollata, di fiducia cieca nella capacità autoregolatrice del mercato; alla radice dei problemi finanziari dell'area euro si rinvencono, diversamente, gravi "carenze" o *deficit* di *governance* politica ed economica<sup>15</sup>.

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

Prima della crisi, l'eurozona aveva a disposizione due strumenti: la politica monetaria della BCE ed il Patto di Stabilità e Crescita (PSC). La BCE ha assicurato durante la crisi la stabilità dei prezzi nel medio periodo e ha fornito alle economie la liquidità necessaria per il funzionamento dei sistemi bancari e finanziari<sup>16</sup>, ma non ha potuto farsi carico della soluzione dei problemi di finanza pubblica dei paesi membri senza tradire il suo mandato costituzionale. Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) è invece stato violato dai maggiori paesi europei, quali Germania, Francia e Italia, già prima della crisi.

Nel corso del 2010 e sotto la pressione dei mercati globali, la UEM si è dotata di meccanismi di intervento per fornire assistenza finanziaria ai paesi membri in difficoltà. In parallelo, la BCE ha introdotto un programma di acquisti sul mercato dei titoli di stato per assicurare il buon funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria<sup>17</sup>.

Fino al 2011 l'Europa non ha disposto di strumenti idonei a gestire le crisi sovrane. I primi interventi di sostegno a favore della Grecia (maggio 2010), ed in misura minore dell'Irlanda (novembre 2010), sono stati effettuati per il tramite di prestiti bilaterali.

Nel maggio del 2010 fu costituito lo *European Financial Stability Facility* (EFSF), uno strumento temporaneo utilizzato anche per il Portogallo ed

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

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

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



operativo fino al 2013, le cui emissioni obbligazionarie erano garantite dagli stati membri. Nel luglio del 2011, lo EFSF è stato affiancato dallo *European Stability Mechanism* (ESM), un meccanismo permanente per la gestione delle crisi sovrane, istituito per trattato internazionale e dotato di capitale proprio; i prestiti dello ESM alla Spagna sono stati utilizzati per aiuti al proprio sistema bancario. La capacità di prestito complessiva garantita da questi nuovi strumenti, inizialmente pari a 250 miliardi, è stata gradualmente accresciuta fino a raggiungere i 700 miliardi.

I meccanismi di intervento, che all'avvio dello EFSF si erano limitati all'erogazione di prestiti nell'ambito dei piani di sostegno ai paesi in difficoltà<sup>18</sup>, sono stati gradualmente ampliati fino ad includere, sulla base di un'appropriata condizionalità, interventi sul mercato primario e secondario dei titoli pubblici, l'apertura di linee di credito precauzionali e il finanziamento della ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie.

Contrastare l'aumento dei tassi di interesse sul debito sovrano, quando questo scaturisce dal rischio di "ridenominazione" (ossia legato ai timori di disgregazione dell'unione monetaria dovuti anche all'incompletezza del suo disegno istituzionale) e distorce il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ricade pienamente nel mandato dell'Eurosistema<sup>19</sup>.

Nel biennio 2011–2012, gli interventi attuati dall'Eurosistema sul mercato secondario dei titoli di stato, le cosiddette "operazioni monetarie definitive – OMT"<sup>20</sup> assieme all'abbassamento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1%, hanno avuto l'obiettivo di contrastare il peggioramento delle condizioni del credito nell'area euro (impedendo l'aumento eccessivo dei rendimenti dei titoli sovrani) e le sue ripercussioni negative sul quadro macroeconomico<sup>21</sup> dell'area.

A maggio 2013, a fronte della caduta della domanda e della prospettiva del protrarsi della debolezza congiunturale, e data un'inflazione osservata

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

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

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

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

e attesa nel medio termine ben al di sotto del 2%, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto ulteriormente il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo allo 0,5%, un nuovo minimo storico.

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

Data questa consapevolezza, le preoccupazioni della BCE sono state volte a scongiurare la destabilizzazione finanziaria della zona euro con tutti gli strumenti a sua disposizione. Questa nuova interpretazione del mandato della BCE sembra confermarsi anche alla luce delle misure di *Quantitative Easing* (QE) adottate dal gennaio 2015. Il QE è stato un piano di acquisto delle obbligazioni emesse da tutti paesi della zona euro e dalle istituzioni europee per un totale di 60 miliardi di euro al mese. La BCE si è addossata una quota pari al 20% dei rischi di tale operazione, mentre il rimanente è rimasto in capo alle banche centrali nazionali dell'eurozona. Il programma è stato concepito per il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi in un contesto in cui l'economia europea soffriva una prolungata stagnazione con pericolosi effetti deflattivi in grado di innescare una nuova recessione economica.

Dato che la BCE individua la stabilità dei prezzi in un tasso di inflazione sotto il 2% annuo, gli ingenti acquisti di titoli da parte della BCE avrebbero dovuto allentare le condizioni monetarie e finanziarie, rendendo più facile l'accesso al finanziamento da parte di imprese e famiglie al fine di sostenere la ripresa degli investimenti e dei consumi e, di conseguenza, dei prezzi. La BCE con il piano QE del 2015 ha voluto creare le condizioni monetarie ottimali per permettere una graduale stabilizzazione della zona euro attraverso una crescita economica sostenuta sia dalla maggiore liquidità disponibile che da un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse.

Come auspicò il Presidente Mario Draghi (2015), al lancio del QE<sup>22</sup>, «toccherà evidentemente ai governi approfittare della situazione positiva

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

creata dalla BCE per rilanciare la ripresa economica tramite riforme strutturali e consolidando, al tempo stesso, la propria finanza pubblica».

Sempre per rafforzare la *governance economica* nella UEM furono concordati e discussi in fase avanzata nuovi strumenti d'intervento in tre aree strategiche:

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

Le prime due riforme dovrebbero potenziare la capacità della UEM di prevenire l'accumulazione di squilibri finanziari insostenibili e, quindi, l'insorgere di nuove situazioni di crisi.

La terza riforma dovrebbe consentire la gestione delle crisi bancarie dell'area euro in maniera ordinata, facilitando il processo di aggiustamento degli squilibri ed evitando pericolosi effetti di contagio sia agli altri istituti bancari che al sistema economico.

La crisi del debito sovrano europeo ed il contagio alle banche, avviatosi nell'estate del 2011, rese evidente la necessità di accelerare la creazione di un'unione bancaria europea e con essa il processo di unificazione europea. In realtà, il progetto di una *European Banking Union* persegue una molteplicità di obiettivi, quali:

- i. spezzare il nesso tra rischio sovrano e rischio bancario;
- ii. mitigare la frammentazione del mercato bancario in Europa;
- iii. adeguare la vigilanza ai mutamenti e agli sviluppi del sistema bancario.

In relazione al terzo obiettivo, dobbiamo sottolineare che, nell'ultimo ventennio per effetto della creazione del mercato unico dei servizi bancari e finanziari, il sistema bancario europeo ha visto lo sviluppo di intermediari *cross-border*, ossia a rilevanza internazionale e sistemica, che in virtù delle proprie caratteristiche dimensionali e di interconnessione con gli altri intermediari finanziari non possono certo definirsi "istituzioni europee" ma "globali". L'obiettivo finale di una Unione Bancaria Europea poggia, a sua volta, sulla creazione di tre componenti o pilastri fondamentali:

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

Dal 2012 ad oggi, si sono registrati progressi costanti in riferimento ai primi due pilastri: in due anni sono stati adottati da tutti gli stati membri dell'UE un codice unico per tutti gli attori finanziari dei 28 paesi dell'Unione europea, il Meccanismo di Vigilanza Unico e il Meccanismo di Risoluzione Unico. A partire dalla fine del 2014, la BCE opera una vigilanza diretta sulle maggiori 126 banche della UEM, che rappresentano quasi l'82% degli attivi bancari totali nell'area euro.

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

Tuttavia, anche se il meccanismo unico di vigilanza (SSM) e il meccanismo unico di risoluzione (SRM) possono mitigare gli effetti delle crisi bancarie nei paesi di origine, queste riforme non sono in grado di rompere il meccanismo di contagio di una crisi sovrana al proprio sistema bancario. Per rompere lo stretto legame esistente tra crisi sovrana e crisi bancaria, i paesi dell'euro zona dovrebbero giungere ad un'effettiva *condivisione* del rischio sovrano nell'area euro. Tale prospettiva non trova consenso unanime tra i paesi. In particolare, i governi dei paesi con i rating creditizi migliori si oppongono ad un sistema unico di assicurazione dei depositi (EDIS – European Deposit Insurance Scheme), se non verranno introdotti dei limiti alle esposizioni delle banche verso i titoli sovrani più rischiosi; i governi dei paesi con i rating creditizi peggiori sono restii a rivedere le regole sulle esposizioni bancarie verso i titoli sovrani senza un meccanismo di condivisione dei rischi come l'Edis.

## 7. La proposta degli European Safe Bond (ESBies)

Per cercare di risolvere il problema del legame “perverso” tra stato e banche, nel 2011 fu avanzata la proposta di creazione di un nuovo strumento finanziario, lo European Safe Bond (ESB), ossia una “obbligazione strutturata europea” volta sia a sostituire il Bund tedesco come investimento sicuro (risk-free) o investimento “rifugio” (*safe haven*) dell'area euro, che a contrastare la nazionalizzazione dei debiti pubblici dei Paesi periferici.

In particolare, gli ESBies sono titoli “sintetici”, ossia creati attraverso la cartolarizzazione di bond sovrani già esistenti, sulla cui solvibilità ogni Paese continua a essere responsabile. L'idea di base degli ESBies è semplice: una società-veicolo sovranazionale (il candidato principale è il Fondo salva-Stati ESM<sup>23</sup>) acquista dalle banche i titoli sovrani dei vari Paesi membri in proporzioni predefinite e proporzionali al contributo dei diversi Paesi al PIL dell'Eurozona per un controvalore complessivo degli acquisti pari a 6.000 miliardi di euro (vedi Figura 9). Questi debiti sovrani vengono quindi cartolarizzati e trasformati in ESBies. I nuovi titoli sono impacchettati in tre tranche: senior, mezzanine e junior. Alla prima tranche (senior) viene attribuita la tripla A, alla seconda tranche (mezzanine) un rating minore ma comunque *investment grade* (fino alla tripla B), alla terza tranche viene assegnata la qualifica di *junk-bond* (o *speculative grade*) e un alto rendimento, circa il 5-6%. La società veicolo acquisterebbe quindi i titoli di stato dalle banche, finanziandosi con l'emissione dei titoli pan-Europei, gli ESBies. Tutte le tranche sarebbero pienamente garantite; il valore nominale degli ESBies senior e junior sarebbe uguale al valore nominale dei titoli di stato cartolarizzati. Nello specifico, la classe *junior* rappresenterebbe il 30% del valore nominale dei bond, mentre la classe *senior* il rimanente 70% (Amorello, 2016).

Elemento-chiave dell'architettura degli ESBies è quindi la ripartizione in *tranche* che modifica il valore di recupero dell'investimento in base al livello di subordinazione: le perdite che si verificano sul portafoglio di collaterali colpiscono, infatti, in prima battuta la *tranche junior* e solo dopo che questa è stata integralmente esaurita raggiungono la *senior*. Questo aspetto è importante in relazione alla natura degli investitori nelle diverse *tranches*. Le banche dell'Eurozona comprerebbero solo titoli *senior*, mentre le *tranches junior* sarebbero integralmente acquistate dai *fondi hedge* interessati a ridurre

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

il costo di assumere posizioni *leveraged* sul debito pubblico dei paesi periferici della UM. In un tale scenario, gli ESBies potrebbero effettivamente migliorare il merito creditizio delle banche periferiche, oltre a contribuire alla diversificazione dei portafogli bancari.

Nell'eventualità di *default* di uno dei paesi dell'area euro, le perdite sarebbero assorbite dai sottoscrittori delle obbligazioni *junior*. Gli investitori delle obbligazioni *senior* dovranno coprire le perdite solo nel caso in cui queste eccedano la capacità di assorbimento degli investitori *junior*, eventualità questa poco probabile (Amorello, 2016).

Inoltre, la cartolarizzazione aumenterebbe la disponibilità di collateralità di buona qualità per il sistema bancario e porrebbe fine al circolo vizioso banche–stati. A sua volta, il rinnovamento degli attivi bancari potrebbe agevolare l'introduzione di pesi per il rischio (oggi assenti) sui titoli di Stato nella regolamentazione prudenziale delle banche. Infine, è importante sottolineare come gli ESBies non implicano nessuna responsabilità congiunta da parte degli stati membri e quindi potrebbero essere introdotti senza un necessario cambiamento nella legislazione europea. In questo senso, sono molto diversi dalle precedenti proposte degli *Eurobond* e degli *Eurobills*.

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

Inoltre, a fronte dell'attuale perdita di redditività delle istituzioni bancarie, dovuta alla compressione del margine di interesse e al peso dei crediti deteriorati (NPLs) nei propri portafogli, le banche periferiche potrebbero essere "costrette" a investire almeno parte della liquidità ottenuta dalla cessione dei *Govies* (titoli di stato) in attività finanziarie ad alto rendimento, inclusi gli ESBies *junior*. L'esito sarebbe ancora la frammentazione dei rischi: gli ESBies *senior* sostituirebbero i Bund tedeschi nelle banche dei paesi core, mentre i titoli *junior* sostituirebbero i BTP italiani e i Bonos spagnoli nelle banche dei paesi periferici.

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

**Figura 9.** Trasferimenti (in % e in mld di Euro) di titoli di stato, *Govies*, alla Società Veicolo nel processo di cartolarizzazione dei debiti sovrani dell'Area Euro<sup>24</sup>. Fonte: Minenna (2017).

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

## 8. La proposta degli Eurobond

Una tra le questioni più dibattute è anche quella della *mutualizzazione* del debito sovrano, che potrebbe essere realizzata attraverso diversi strumenti finanziari (come illustrato nella Figura 10), ma la proposta sulla quale si è maggiormente dibattuto è stata l'emissione di Eurobonds, ossia titoli obbligazionari europei emessi dalla BCE ed i cui proventi andrebbero

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

redistribuiti e/o usati per finanziare un piano di investimenti europeo o per sostenere il ciclo economico dell'area euro. Tali titoli, emessi in un ammontare limitato e specificatamente per gli scopi sopra indicati, andrebbero ad affiancarsi alle emissioni sovrane dei paesi membri dell'area, evitando un effetto di spiazzamento. Nel corso della lunga crisi economica e finanziaria del 2008–2009, nell'Eurozona sono state elaborate diverse proposte per la creazione di un titolo pubblico europeo, ognuna distinta per qualche particolare dalle precedenti, ma con l'idea comune di usare tale strumento per ridurre gli squilibri economici e finanziari tra i diversi paesi e/o finanziare grandi progetti di infrastrutture europee.

Oltre al sostegno per un piano di investimenti europeo e per la stabilizzazione del sistema finanziario, gli Eurobond potrebbero condurre a una riduzione del livello dei tassi di interesse sovrani e a una maggiore resilienza delle banche attraverso l'indebolimento del legame tra stato e banche. Gli Eurobond, in quanto garantiti a livello sovranazionale, potrebbero godere di rating molto elevati, riducendo al minimo i relativi tassi di interesse per la raccolta del capitale da parte della UEM. Tale debito europeo sovranazionale non sarà il risultato dello sbilancio tra entrate e spese correnti, come accade per molti paesi sovrani, ma sarà finalizzato alla raccolta di risorse per il finanziamento di investimenti produttivi dell'euro zona.

A fronte della recente crisi economica del 2020, causata dalla pandemia da Covid-19, la Commissione Europea il 14 aprile 2021 ha illustrato i dettagli del programma con cui l'Unione punta a raccogliere sui mercati dei capitali 150 miliardi all'anno, dal 2021 al 2026, attraverso emissioni di Eurobond con scadenze da 1 anno a 30 anni.

Questo programma di raccolta ha come finalità la costituzione di un Fondo europeo, il *Recovery and Resilience Fund* (RRF), di 750 mld di euro complessivi, da utilizzarsi per finanziare la ripresa economica della Euro zona innescata dalla crisi pandemia. La stessa Commissione europea ha sottolineato “il significato politico” di questa decisione che va verso una maggiore integrazione europea.

«Il nuovo NextGenerationEU modificherà radicalmente i mercati dei capitali europei — ha affermato il commissario al Bilancio Johannes Hahn, in conferenza stampa a Bruxelles —. Tra le altre cose, garantirà denaro ai Paesi a tassi d'interesse estremamente convenienti». Hahn ha inoltre precisato che l'esecutivo comunitario emetterà titoli a breve (meno di un anno), e a media e lunga scadenza (fino a 30 anni), in modo da garantire una raccolta “diversi-



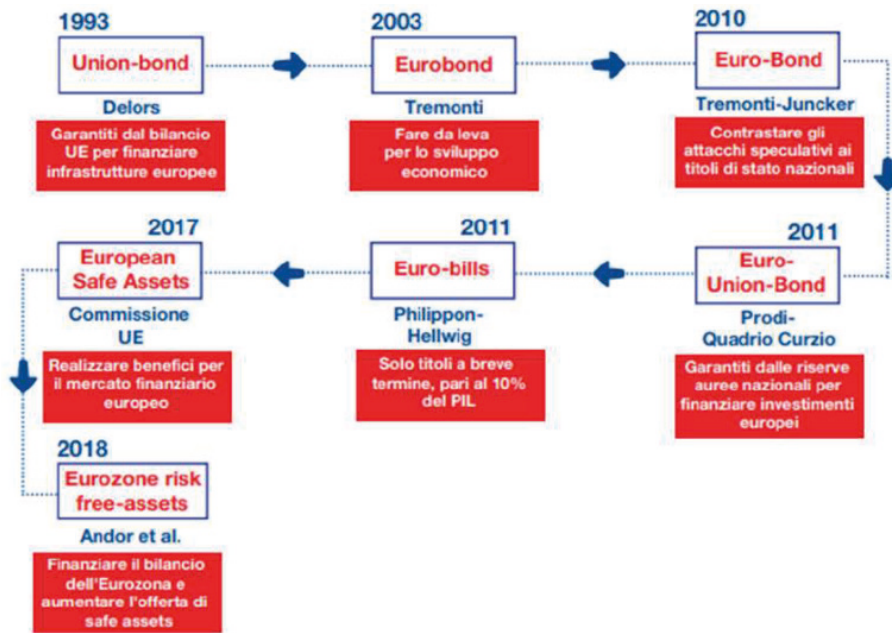


Figura 10. Sviluppo temporale delle proposte di creazione di titoli europei sovrazionazionali dal 1993 al 2018.

ficata e flessibile”. Le emissioni avverranno via aste o attraverso consorzi. Il 30% delle obbligazioni sarà verde, in tutto 250 miliardi di euro. Inoltre, per evitare di penalizzare le emissioni nazionali, Bruxelles intende programmare le emissioni degli Eurobond a cadenza semestrale.

Nello specifico, il NextGenerationEU prevede di raccogliere circa 800 miliardi, di cui 725 andranno a finanziare il Fondo per la Ripresa e saranno distribuiti direttamente ai governi, mentre il resto sarà convogliato attraverso il bilancio comunitario. Dei circa 725 miliardi, 338 mld. saranno sussidi (o stanziamenti) e gli altri 386 mld. saranno prestiti. Il resto del piano sarà destinato a sovvenzioni per politiche di coesione mirate a rispondere alla crisi e a supportare la transizione *green* verso un'economia *climate-neutral*<sup>25</sup>. In questo contesto, il commissario Hahn ha precisato che il rimborso avverrà tra il 2026 e il 2058.

25. Alcidi C., Gros D., *Next Generation EU: A Large Common Response to the Covid-19 Crisis*, ECONSTOR, 2020.

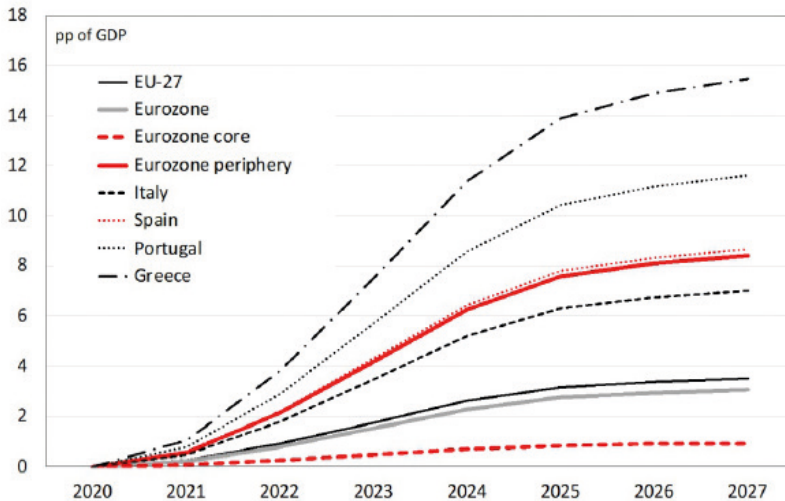
Nella Figura 11 riportiamo la ripartizione delle risorse finanziarie del Recovery Fund tra i paesi dell'eurozona; mentre nella Figura 12 illustriamo le stime di Codogno e Van Den Noord (2020) circa l'impatto di tali risorse finanziarie sul PIL reale cumulato dell'Euro zona, della UE-27, dei paesi core, dei paesi periferici (a livello aggregato) e dei singoli paesi periferici quali Portogallo, Grecia, Italia e Spagna.

<b>Paese</b>	<b>Stanziamanti (Grants)</b>	<b>Prestiti (Loans)</b>
Belgio	5,5	0
Bulgaria	9,2	3,1
Repubblica Ceca	8,6	10,6
Danimarca	1,2	0
Germania	28,8	0
Estonia	1,9	1,4
Irlanda	1,9	0
Grecia	22,6	9,4
Spagna	77,3	63,1
Francia	38,8	0
Croazia	7,4	2,7
Italia	81,8	90,9
Cipro	1,4	1,9
Lettonia	2,9	1,6
Lituania	3,9	2,4
Lussemburgo	0,2	0
Ungheria	8,1	7
Malta	0,3	0,6
Olanda	6,8	0
Austria	4,0	0
Polonia	37,7	26,1
Portogallo	15,6	10,9
Romania	2,6	2,5
Slovacchia	7,9	4,9
Finlandia	3,5	0

**Figura 11.** Ripartizione delle risorse del Recovery Fund tra prestiti e stanziamenti (o sussidi) ai paesi della Euro zona in mld. di euro. Fonte: Corriere della Sera, 2020.

Secondo la proposta originaria della Commissione, l'allocazione delle risorse — in particolare del RRF — è soggetta ad una doppia condizionalità. La prima condizione stabilisce che gli Stati membri debbano dare vita a strategie nazionali che incorporino una transizione verso attività

economiche a ridotto impatto ambientale e tecnologie digitali innovative. Ogni Stato membro è stato chiamato a formulare un *National Recovery and Resilience Plan* (NRRP), il quale definisce le strategie e illustra i relativi investimenti e progetti di riforme finanziati con le risorse del RRF tra il 2021 e il 2024. La seconda condizione prevede, invece, che ognuno di questi piani nazionali debba ottenere l'approvazione della Commissione e delle altre istituzioni europee coinvolte e che, se approvati, tali piani debbano essere implementati negli anni futuri (ogni eventuale deviazione unilaterale e ingiustificata dal NRRP da parte di uno Stato Membro può portare alla sospensione del flusso di risorse dirette a tale Stato)<sup>26</sup>.



**Figura 12.** Next Generation EU: impatto cumulativo stimato sul PIL reale. Fonte: Codogno e Van Den Noord (2020).

## Riferimenti bibliografici

Angelini P., Grande G., Panetta F. (2014), “The negative feedback loop between banks and sovereigns”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper)*, n. 213, Banca d’Italia, p. 9.

26. Messori M., *The “Next Generation–EU” breakthrough: Opportunities and risks for Italy*, LUISS Policy Brief 31/2020, 15 giugno 2020.

- Asonuma T., Bakhache S., Hesse (2015), “Is Banks’ Home Bias Good or Bad for Public Debt Sustainability?”, *IMF Working Papers*, 15/44.
- BIS (2011), “The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions”, *CGFS Papers*, n. 43.
- Broner F., Erce A., Martin A., Ventura J. (2014), “Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out”, *FMI Working Papers*, 13/270.
- Codogno L., Van Den Noord P. (2020), *Assessing Next Generation EU*, LSE European Politics and Policy (EUROPP) Blog, 7 ottobre 2020.
- Di Clemente A. (2016), *Verso una nuova architettura internazionale di vigilanza finanziaria. L’impatto delle nuove regole su banche e imprese italiane*, Aracne Editrice.
- Ferrara F.M. (2017), “The EU’s Banking Union”, *Thematic Briefing*, n. 3, Euvision.
- IMF (2012), *Global financial stability report*, April, pp. 113 e ss.
- Messori M. (2020), *The “Next Generation–EU” breakthrough: Opportunities and risks for Italy*, LUISS Policy Brief 31/2020, 15 giugno 2020.
- Minenna M. (2015), *Anamnesi dell’euro e possibili cure*, Giurimettrica.
- Minenna M. (2017), “Gli European Safe Bonds non sono la risposta giusta per quando finirà il QE”, in *Gli Stati Generali.com*, 23 maggio 2017.
- Neri S., Ropele T. (2015), “The Macroeconomic Effects on the Sovereign Debt Crisis in the Euro Area”, *Temi di discussione, Working Papers*, n. 1007, Banca d’Italia.
- Popov A., Van Horen N. (2015). “Exporting Sovereign Stress: Evidence from Syndicated Bank Lending during the Euro Area Sovereign Debt Crisis”, *Review of Finance*, European Finance Association, vol. 19(5), pp. 1825–1866.
- Provopoulos G.A., (2014), “The Greek Economy and Banking System: Recent Developments and the Way Forward”, *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, issue PB, pp. 240–249.
- Standard & Poor’s, Ratings Direct (2014), *Nonbank Financial Institutions Rating Methodology*.