

CAMPUS 18

Copyright © 2012
Eurilink S.r.l.

www.eurilink.it

via Nomentana, 335
00162 Roma

ISBN 978-88-95151-67-0

*È vietata la riproduzione, anche parziale, di questo libro,
effettuata con qualsiasi mezzo, compresa la fotocopia.*

I edizione: settembre 2012



DEBITI SOVRANI, BANCHE E CRISI DELL'EUROZONA

CHI PAGA IL CONTO?

Michele Bagella, Innocenzo Cipolletta, Paolo Guerrieri
Giorgio La Malfa, Rainer Masera, Marcello Messori
Luigi Paganetto, Fabio Panetta, Giovanni Sabatini
Mario Sarcinelli

a cura di Luigi Paganetto

eurilink

Indice

- II A che punto siamo?
Luigi Paganetto
- 33 La deriva del debito sovrano e la ripresa della crescita
nell'Unione monetaria europea
Michele Bagella
- 45 Costi e vantaggi dell'Unione europea
Innocenzo Cipolletta
- 53 Tre scenari per la crisi dell'Eurozona
Paolo Guerrieri
- 61 L'Unione europea: serve solidarietà politica
Giorgio La Malfa
- 65 La crisi dell'Eurozona e l'Italia
Rainer Masera
- 105 Vincoli di domanda e di offerta nell'Unione europea
Marcello Messori

115 Troppo poco, troppo tardi
Fabio Panetta

121 Crisi e performance del sistema bancario
Giovanni Sabatini

133 Debiti sovrani, banche e crisi dell'Eurozona
Mario Sarcinelli

Elenco delle figure

A che punto siamo?

- 13 Figura 1. Claims of foreign banks on the public sectors of Greece, Ireland, Portugal and Spain (GIPS).
- 14 Figura 2. *Spread* tra Euribor a tre mesi e Eonia swap sulla stessa scadenza: quest'ultimo misura le aspettative del mercato in relazione al tasso *overnight* per i prossimi tre mesi (Baglioni 2011).
- 15 Figura 3. Tassi d'interesse sui depositi bancari delle famiglie e delle imprese nell'Euro Area (in percentuale), (Panetta, 2011).
- 16 Figura 4. Debito pubblico lordo (% del PIL) (De Grauwe, 2011).
- 16 Figura 5. Tasso di rendimento dei bond decennali di Spagna e UK (De Grawue, 2011).
- 17 Figura 6. Andamento dei prezzi 1995–2009 (a) (Rapporto EEAG).
- 18 Figura 7. Parte corrente della bilancia dei pagamenti (% del PIL) (Valiante 2011).
- 19 Figura 8. Debito pubblico (come percentuale del PIL) dal 1860–2010 (Reinhart e Rogoff 2011).
- 20 Figura 9. Debito pubblico nelle economie avanzate ed emergenti, fonte: Reinhart e Rogoff 2011.
- 21 Figura 10. Andamento del debito (Cecchetti, Mohanty e Zampolli, Settembre 2011).
- 22 Figura 11. Debito come percentuale del PIL nominale (Cecchetti, Mohanty e Zampolli, Settembre 2011).
- 23 Figura 12. Debito dei vari settori. (Rielaborazione di Cecchetti, 2011).
- 24 Figura 13. Crescita economica di alcuni Paesi dell'area Euro (Rapporto EEAG).
- 25 Figura 14. Struttura della popolazione e relativa spesa pubblica (Cecchetti, 2011).
- 26 Figura 15. Rapporto debito pubblico/PIL – proiezioni (Cecchetti, 2011).

- 26 Figura 16. Avanzo primario medio necessario per stabilizzare il rapporto debito pubblico/ PIL al livello del 2007 (Cecchetti, 2011).
- 28 Figura 17. Base monetaria e M3 nell'Eurozona, 2007=100 (De Grawue, 2011).
- 28 Figura 18. Variazioni percentuali medie annue di periodo, fonte: elaborazione su dati Eurostat.
- 29 Figura 19. Variazione del tasso di disoccupazione tra 2007 e 2010, per classi di età (Draghi, 2011).
- 30 Figura 20. Contributo medio alla crescita del PIL reale pro capite (ECB).
- 30 Figura 21. Trend della crescita della popolazione. (Percentuale di popolazione con meno di 14 anni).

La deriva del debito sovrano e la ripresa della crescita nell'Unione monetaria europea

- 35 Figura 1. Money Stock M1.
- 36 Figura 2. Cambiamenti percentuali annui.
- 37 Figura 3. Contributo italiano agli aggregati monetari dell'area euro, fonte: BCE.

La crisi dell'Eurozona e l'Italia

- 66 Figura 1. Il Sistema Finanziario Globale: principali componenti.
- 67 Figura 2. L'approccio interattivo del Rapporto de Larosière per la stabilità finanziaria.
- 68 Figura 3. Il nuovo *framework* degli Stati Uniti per la salvaguardia della stabilità finanziaria, basato sul Dodd-Frank Act (2010).
- 69 Figura 4. Il nuovo *framework* europeo per la salvaguardia della stabilità finanziaria.
- 70 Figura 5. Il nuovo *framework* europeo per la salvaguardia della stabilità finanziaria.
- 71 Figura 6. Eurozona: l'attuale modello implicito di policy (Modello 1).
- 72 Figura 7. Il paradigma della fallacia di composizione (Modello 2).
- 73 Figura 8. Il capitale bancario: il modello convenzionale (Modello 1).
- 75 Figura 9. Il capitale bancario: la fallacia di composizione. L'offerta di capitale sul mercato è vincolata (Modello 2).
- 78 Figura 10. Debito pubblico e saldo primario di bilancio, 2011.

- 79 Figura 11: Differenza tra il saldo primario attuale (previsto) e il saldo primario stabilizzante il debito (in percentuale del PIL).
- 80 Figura 12: Variazione del PIL nominale dal 2007 al 2016, fonte: elaborazione su dati IMF, *World Economic Outlook Database*, Settembre 2011 (valori stimati a partire dal 2010).
- 83 Figura 13: Principali Paesi dell'Eurozona a confronto (valori percentuali sul totale dell'Eurozona), fonte: elaborazione su dati Eurostat, IMF, ECB disponibili al 25 ottobre 2011.
- 84 Figura 14: Confronto dei rapporti deficit/PIL e debito/PIL tra i Paesi europei con rating tripla-A, fonte: Eurostat, dati disponibili al 25 ottobre 2011.
- 87 Figura 15: Rapporto debito pubblico/PIL per Italia, Spagna e Regno Unito.
- 87 Figura 16: Saldo primario in rapporto al PIL per Italia, Spagna e Regno Unito.
- 88 Figura 17: Tasso di interesse sui Bond a 10 anni per Italia, Spagna e Regno Unito.
- 88 Figura 18: Tasso di crescita del PIL nominale per Italia, Spagna e Regno Unito.
- 89 Figura 19: Confronto tra il tasso di crescita del PIL nominale dell'Italia e il tasso di interesse su Btp a 10 anni.
- 89 Figura 20: Confronto tra il saldo primario e il debito pubblico dell'Italia, in rapporto al PIL.
- 90 Figura 21: Confronto tra il tasso di crescita del PIL nominale della Spagna e il tasso di interesse su Bond a 10 anni.
- 90 Figura 22: Confronto tra il saldo primario e il debito pubblico della Spagna, in rapporto al PIL.
- 91 Figura 23: Confronto tra il tasso di crescita del PIL nominale del Regno Unito e il tasso di interesse su Bond a 10 anni.
- 91 Figura 24: Confronto tra il saldo primario e il debito pubblico del Regno Unito, in rapporto al PIL.
- 92 Figura 25: PIL e debito pubblico (dati percentuali rispetto al totale dell'Eurozona).

A che punto siamo?

LUIGI PAGANETTO

Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

L'ultimo vertice europeo è stato preceduto da aspettative di scelte decisive e seguito nell'immediato da una valutazione positiva dei mercati, ma non ha in realtà sciolto i nodi, in verità assai intricati, della crisi dei debiti sovrani e della situazione delle banche europee. Nulla si è deciso riguardo alla riforma del Fondo di stabilità per il quale non sono emerse indicazioni se non quella della volontà di evitare qualunque estensione delle garanzie offerte dal Fondo, rispetto a quelle già in essere. Il principale accordo che si è raggiunto è stato quello sul debito greco per il quale si è indicato un dimezzamento del suo valore, con l'accordo però del 90% dei detentori dei relativi titoli. È per questo che si è parlato di *haircut* volontario.

È difficile fare previsioni sulla probabilità che una percentuale così ampia di creditori sia disponibile ad accettare le conclusioni del vertice, tanto più che si tratta di accogliere un taglio simile a quello che si verifica normalmente nelle procedure concorsuali.

La volontarietà dell'accordo è peraltro essenziale per evitare che scatti il rimborso a favore di chi aveva acquistato *cds* (credit default swaps) per assicurarsi contro il rischio di inesigibilità del credito nel caso di default dei titoli greci.

La conseguenza è che se l'accordo sarà confermato le banche che hanno emesso i derivati non saranno costrette a pagare l'assicurazione che si era fatto chi riteneva probabile il default greco.

E, allo stesso tempo, i detentori dei *cds* non potranno riscuotere il premio per l'assicurazione che si era fatto.

C'è dunque chi vince e chi perde. Si tratta in ogni caso di una sconfitta per lo strumento dei derivati. E, tra l'altro, si presenta come una questione difficile da sbrogliare sul piano contrattuale. Essa difficilmente potrà essere risolta perché gli interessati a riscuotere il premio assicurativo che volessero far valere il contratto sottoscritto dovrebbero rivolgersi ad una Commissione che, seppure vede la presenza di rappresentanti degli acquirenti, è composta in maggioranza da rappresentanti dei venditori di derivati.

Per quel che riguarda l'intervento sulle banche la scelta è stata di anticipare le regole di Basilea 3 attraverso l'aumento del coefficiente patrimoniale e cioè il rapporto tra capitale e attività ponderate per il rischio al 9%. In più si è deciso che i titoli del debito sovrano nel portafoglio delle banche non andranno più posti in bilancio al valor nominale ma, piuttosto, a quello di mercato.

Il nuovo direttore esecutivo del IMF, Christine Lagarde, era stata chiara: le banche europee devono ricapitalizzare per far fronte all'incertezza che nasce dal peso del debito pubblico presente nei loro portafogli.

L'indice Msci relativo agli istituti di credito dell'Eurozona ha perso più del 36% dall'inizio dell'anno. La ragione più importante è che le banche europee hanno nei loro attivi una quantità elevata di titoli pubblici di Paesi a rischio (Fig. 1).

Il rischio relativo al debito sovrano influenza il costo di finanziamento delle banche perché, nel momento in cui si producono perdite sul debito, aumenta la difficoltà di ottenere finanziamenti e, dunque, occorre sostenere un costo maggiore di quello precedente. Ciò accade di solito attraverso un *downgrading* del rating. Secondo David Morgan, responsabile del Putnam Global Financial Fund, la variazione di valore dei titoli pubblici detenuti in ampia misura, dalle banche spagnole ed italiane, in particolare, ha già avuto e potrebbe avere ancor di più in futuro un impatto negativo sui loro bilanci.

Nelle stime condotte da Hsbc le banche europee potrebbero trovarsi nella necessità di ricapitalizzare da un minimo di 98 miliardi ad un massimo di 192 miliardi.