

Il circolo vizioso che toglie ai poveri per dare ai ricchi. Una proposta per abbattere Supercruk

Monetary policy, sovereign spreads and fixed exchange rates: a vicious circle

Francesco Caputo Nasseti, Swiss Merchant Corporation

Keywords

Politica monetaria,
Fondo Salva Stati, Europa

Jel codes

E50, F30

Il progredire della formazione politica dell'Europa ha fatto sì che da oltre tre lustri si stia trasferendo ricchezza dai paesi finanziariamente poveri dell'Unione a quelli ricchi attraverso il combinato disposto dello spread dei debiti sovrani e dell'impossibilità di operare sul cambio quale strumento di politica monetaria. Tale circolo vizioso potrebbe essere spezzato attraverso un meccanismo di exchange (volontario o obbligatorio) dei titoli di Stato in circolazione con titoli di nuova emissione da parte del Meccanismo europeo di stabilità – o altro soggetto analogo – di pari importo nominale e con tasso di interesse pari alla media dei tassi di interesse dei titoli scambiati, garantiti pro-rata (senza vincolo di solidarietà) dagli Stati membri. In caso di inadempienza di uno Stato membro gli altri Stati risponderanno pro-rata della quota di garanzia inadempita.

15 years of European monetary policy, together with incomplete integration and the crisis, have created a mechanism that is transferring wealth from the poorest to the richest member countries. A new proposal is therefore necessary.

I. Lo status quo

Forse non tutti ricordano Superciuk, il personaggio del fumetto *Alan Ford* creato da Magnus e Max Bunker. Superciuk è l'alter ego di Ezechiele Bluff. Nella vita quotidiana è uno spazzino squattrinato, irascibile e dedito all'alcol. In seguito all'esplosione di una distilleria, però, ha acquistato un temibile superpotere: una fiatata alcolica dall'odore nauseante che gli consente di mettere fuori combattimento qualsiasi avversario. Sfruttando questa caratteristica, che alimenta con le continue bevute di cattivo barba e vini meno nobili, Superciuk indossa un costume (composto di maschera, mantellina, fiasco, palloncino per volare e un corsetto che rende irriconoscibile la sua altrimenti pingue figura) e imbocca la via del crimine. Il pittoresco personaggio di Superciuk è un antieroe concepito come il negativo di Robin Hood: egli ruba ai poveri per dare ai ricchi. Persegue in re-

altà un vero e proprio ideale: nel suo lavoro di netturbino si imbatte infatti sovente in un'umanità miserevole, poco attenta all'igiene, laddove invece i ricchi sono a suo dire educati e rispettosi della pulizia delle strade. Per tale motivo ruba ai poveri per donare ai ricchi. Questo quadro è lo spunto di feroci attacchi satirici alla società italiana dei primi anni Settanta, ma ha conservato la sua attualità.

Il lento progredire della formazione politica dell'Europa ha portato infatti alla creazione di un meccanismo degno di Superciuk: tale meccanismo fa sì che da oltre tre lustri si stia trasferendo ricchezza dai paesi finanziariamente poveri dell'Unione – tra cui l'Italia – a quelli ricchi – tra cui la Germania – attraverso il combinato disposto a) del differenziale tra i tassi di interesse (spread) dei debiti sovrani degli Stati dell'Unione e b) dell'impossibilità di operare sul cambio quale strumento di politica monetaria. L'Italia ha pagato dal 2008 circa il 2 % p.a. di margine rispetto alla Germania e ad

Max Bunker è il nome d'arte di Luciano Secchi e Magnus quello di Roberto Raviola, rispettivamente creatore e disegnatore della fortunata e longeva raccolta di fumetti di *Alan Ford*. Superciuk fu disegnato per la prima volta da Magnus e rappresenta, fin dalla sua prima apparizione nell'agosto del 1971, una delle figure di maggior successo della serie. Il personaggio contribuì al lancio definitivo di *Alan Ford*, che anche grazie alla suddivisione della storia in tre episodi consecutivi ottenne tre ristampe e si portò oltre le 100.000 copie tirate.

altri Stati nordeuropei: considerato che il debito medio del periodo è stato di circa 1.730 miliardi, il costo del solo differenziale è stato pari a circa 35 miliardi all'anno che, se non ci fossero stati, il debito pubblico italiano sarebbe oggi inferiore di almeno 300 miliardi rispetto ai 2.241 miliardi attuali¹. Con 35 miliardi di risorse pubbliche disponibili ogni anno il nostro Paese avrebbe oggi, ragionevolmente, un profilo ben diverso.

Negli anni antecedenti all'adozione dell'euro abbiamo assistito al fenomeno della convergenza dei tassi di interesse sul debito sovrano dei Paesi dell'Unione: si ricorda che il costo del debito decennale dell'Italia è passato dal 13% circa del 1990 al 4,8 % del 1999. Una volta adottato l'euro e, in particolare, con la crisi del debito sovrano iniziata nel 2009, si è assistito al fenomeno parzialmente inverso, con l'allargamento dei rendimenti dei titoli di Stato tra i paesi ritenuti più solidi e quelli ritenuti più deboli tra cui il Portogallo, l'Irlanda, la Grecia, la Spagna – i cosiddetti Pigs, acronimo basato sulle iniziali dei citati paesi – e l'Italia².

La Banca Centrale Europea (Bce), che detiene un'ingente quantità dei titoli sovrani degli Stati europei, e gli altri investitori negli stessi titoli hanno beneficiato e continuano a beneficiare del maggiore margine pagato dagli Stati più deboli. Questo maggiore margine finisce pertanto – almeno parzialmente – nella casse della Bce che, a sua volta, è di proprietà degli Stati dell'Unione. Nel caso di insolvenza di uno degli Stati sovrani la Bce sopporterebbe la perdita la quale sarebbe di fatto condivisa dagli altri Stati membri attraverso la loro partecipazione alla Bce.

La Bce detiene ingenti quantità di titoli sovrani in contropartita a operazioni di pronti contro termine, riporto, repurchase agreement o similari effettuate con banche dell'Unione europea. In caso di insolvenza di uno Stato sovrano la Bce avrebbe diritto ad avere il controvalore dalla banca che ha finanziato con l'operazione di pronto contro termine (la banca sopporta in prima battuta il rischio di credito del titolo sovrano), ma di fatto l'insolvenza di uno Stato sovrano comporterebbe l'insolvenza del suo sistema bancario e pertanto la Bce avrebbe un credito pecuniario nei confronti di una banca insolvente, la cui insolvenza sarebbe

probabilmente la conseguenza dell'insolvenza dello Stato sovrano di appartenenza. Il capitale della Bce al 31 dicembre 2015 ammonta a 7,7 miliardi di euro. Inoltre ha passività nei confronti dell'Eurosistema per 124 miliardi, comprensivi di 41 miliardi relativi al trasferimento delle riserve ufficiali delle banche centrali aderenti all'Eurosistema. Aderendo all'Eurosistema gli Stati emittenti si sono privati della possibilità di usare l'arma della svalutazione della propria divisa come strumento per aumentare la competitività e, conseguentemente, migliorare il proprio profilo creditizio.

Nella storia economica le crisi del debito sovrano si possono distinguere in due categorie: quelle del debito in divisa nazionale e quelle del debito estero. L'emissione del debito in valuta nazionale è «garantita» dal bilancio della relativa banca centrale, la quale ha il potere di creare moneta: certamente, il riacquisto forzoso di titoli governativi da parte di un istituto centrale, a fronte di una situazione di difficoltà, si riflette in una svalutazione della moneta locale e in un aumento dell'inflazione, ma il rischio di default è virtualmente nullo. Diversa invece è la situazione di un paese che abbia accumulato una quantità elevata di debito denominato in valuta straniera e abbia perso la fiducia del mercato: in tal caso avrà difficoltà a ripagare il debito e/o a rifinanziarlo con il conseguente elevato rischio di default se il paese ha esaurito le riserve di valuta estera e fatica a reperire nuove fonti. Questa, ad esempio, è stata la situazione verificatasi in Messico nel 1995, in Russia nel 2008 e in Argentina nel 2000. Gli Stati dell'Unione si trovano in una situazione ibrida e del tutto nuova nella storia: il loro debito è denominato in moneta nazionale (l'euro), ma non controllano la banca centrale (la Bce) e, conseguentemente, non controllano il cambio e il tasso di interesse dell'euro³. In sostanza, sono «prigionieri» di questo meccanismo. La crisi del debito sovrano europeo va vista quindi in questa specifica ottica⁴. Il diverso profilo creditizio dei singoli Stati dell'Unione si è manifestato nella divergenza degli spread dei rispettivi debiti pubblici fino ad arrivare, per l'Italia, oltre al 5% nel 2011 rispetto alla Germania⁵.

In questi anni pagando spread elevati rispetto ad altri Stati dell'Unione gli Stati europei più poveri (o considerati più

¹ Banca d'Italia, dato al 31 luglio 2016.

² Il differenziale tra Btp decennale e il Bund di pari scadenza è stato inferiore ai 50 centesimi fino al 2007. A partire dal 2008 è cresciuto significativamente superando i 500 centesimi (2011). Il margine medio dal 2008 è stato 1,91%.

³ La situazione degli Stati membri dell'Unione europea non è assimilabile a quella dei paesi che ancorano la loro divisa al dollaro americano utilizzando il meccanismo non con il termine inglese «peg». In tal caso infatti, il cambio della loro divisa è fissato per legge a quello del dollaro americano, ma rimane l'indipendenza della propria banca centrale e la possibilità di sospendere, riallineare o risolvere il peg. Situazione ancora diversa è quella di quegli Stati che adottano

come propria moneta nazionale il dollaro americano (Portorico, Ecuador; Guam, El Salvador; Isole Marshall, Isole Turks & Caicos, Isole Vergini americane, Isole Marianne settentrionale, Micronesia, Palau, Timor orientale, Samoa americana) o l'euro (Montenegro, Città del Vaticano) e sono privi di una propria moneta. Le dimensioni di queste economie sono talmente ridotte da rendere quasi irrilevante la tematica della denominazione della divisa del debito pubblico.

⁴ Ad esempio, se la Grecia avesse potuto «stampare» euro non avrebbe rischiato il default nel 2014-2015.

⁵ V. nota 2.

deboli o più indebitati) sono diventati sempre più poveri e i più ricchi sempre più ricchi, allargando la distanza tra le rispettive economie. La Germania non solo ha potuto aumentare il proprio debito pubblico, quasi raddoppiandolo rispetto al 2000, ma la crescita di oltre 1.000 miliardi è stata finanziata all'85% da investitori non residenti (il debito pubblico tedesco è finanziato al 60% da non residenti, mentre quello italiano soltanto al 33%)⁶. Mentre in questi ultimi anni l'Italia ha «nazionalizzato» sempre più il proprio debito pubblico (acquistato da banche domestiche e da gestori italiani di patrimoni) la Germania ha fatto esattamente l'opposto, sulla spinta del fenomeno flight-to-quality, che di norma si instaura in situazioni di difficoltà e crisi. Letteralmente l'espressione «volo verso la qualità» indica il fenomeno di ricerca di elevata qualità creditizia anche a scapito dei rendimenti con la contemporanea dismissione di investimenti considerati più a rischio. Ne consegue un allargamento degli spread dei titoli venduti e una riduzione di rendimenti di quelli considerati meno a rischio.

Quel che è peggio di tale meccanismo è il fatto che crea un circolo vizioso incolmabile e non consente virtuose regressioni.

Poiché questo meccanismo porta all'impoverimento dei Paesi più deboli a vantaggio di quelli più forti, primo tra tutti la Germania, l'ho denominato Supercruc in ossequio al noto personaggio del fumetto ideato da Magnus e Max Bunker.

2. La mancata integrazione europea

È noto che l'Unione europea non sia un vero e proprio Stato in sostituzione degli Stati membri: gli Stati membri non hanno perso la loro statualità individuale. In diritto uno Stato è quel soggetto che esercita un potere completo di governo su un territorio e su una propria popolazione avendo la competenza della competenza, cioè trovandosi in cima alle fonti del diritto con il potere di emanare leggi. L'Unione europea «agisce esclusivamente nei limiti delle competenze che le sono attribuite dai trattati e per realizzare gli obiettivi da questi stabiliti»⁷.

Si ritiene, peraltro, che l'Unione sia una forma molto avan-

zata di organizzazione internazionale, estranea agli schemi noti, caratterizzata dal fatto che gli Stati membri hanno trasferito settori e porzioni della propria sovranità: l'Unione sarebbe un ente titolare di una sua sovranità, pur trattandosi di una sovranità parziale perché limitata alle materie previste dai trattati e derivata perché frutto di un conferimento ad opera degli Stati membri e non di un atto o fatto autonomo⁸.

In altre parole l'Unione europea è cosa ben diversa da uno Stato federato e i tentativi di creare una costituzione europea prodromica alla piena sovranità dell'Unione sono fino ad ora falliti per mancanza di volontà politica.

La peculiarità è rappresentata dal fatto che i paesi membri hanno un debito pubblico denominato in una moneta che non possono controllare.

In questo contesto gli Stati si trovano «a metà del guado», rimanendo esposti a situazioni come quella sopra descritta in relazione al loro debito pubblico.

3. Il Fondo Salva Stati e il Trattato istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità

A seguito della crisi del 2008 conseguente al fallimento della banca americana Lehman Brothers si è avuta una crisi bancaria mondiale che ha portato quasi tutti i governi dei Paesi dell'Unione a immettere nel proprio sistema bancario ingenti quantità di denaro, peggiorando le finanze pubbliche⁹. Questo fenomeno è stato a sua volta la scaturigine della crisi del debito sovrano esplosa nel 2009 che ha portato al concreto rischio di default di alcuni Stati membri. Tale situazione ha portato gli Stati membri e l'Unione europea a promuovere una profonda riforma del coordinamento delle politiche economiche quale originariamente disciplinato dai trattati.

La riforma è consistita in due diverse componenti: a) il rafforzamento del coordinamento e della vigilanza delle politiche economiche nazionali, per evitare che si ripetano situazioni come quelle verificatesi nel 2009, e che si è concretato con diverse misure tra cui il cosiddetto Fiscal Compact, il cosiddetto Six Pack¹⁰ e il Patto Euro Plus¹¹ e b) l'isti-

⁶ Non si rischia di sbagliare affermando che il sistema bancario tedesco è stato salvato con i soldi dei non residenti in Germania.

⁷ Art. 5, par. 2, Tue.

⁸ L. Daniele, *Diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2014, p. 47 e ss.

⁹ Tra il 2009 e il 2013 gli Stati europei hanno immesso nei relativi sistemi bancari 2.310 miliardi di euro. In considerazione dell'imponente debito pubblico e della dichiarata solidità del proprio sistema bancario l'Italia ha immesso soltanto 4,1 miliardi.

¹⁰ Si tratta di sei atti legislativi che modificano la legislazione europea in materia economica e finanziaria tra cui il cosiddetto Patto di Stabilità e Crescita. In particolare essi sono il reg. (Ue) n. 1175/2011 del 16 novembre 2011, che modifica il reg. (Ce) n. 1466/97; il reg. (Ue) n. 1177/2011 dell'8 novembre 2011, che modifica il reg. (Ce) n. 1467/97; il reg. (Ue) n. 11737/2011 del 16 novem-

tuzione di un sistema per venire in soccorso agli Stati membri che si trovino in gravi difficoltà finanziarie, al fine di evitare che tali difficoltà possano riverberarsi sull'intera zona euro. In merito a quest'ultima componente gli Stati membri hanno dato vita a quello che viene comunemente definito il Fondo Salva Stati creato attraverso il Trattato istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità (Mes) firmato nel luglio 2011 e modificato nel febbraio 2012. Vi erano già stati due precedenti: il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (Efsm) istituito con regolamento (Ue) n. 407/2010 e l'European Financial Stabilisation Facility (Efsf) costituito nel giugno 2010 come società di diritto lussemburghese, con capitale suddiviso tra gli Stati membri della zona euro in proporzione della rispettiva quota di capitale nella Bce. Entrambi gli strumenti furono creati per sostenere gli acquisti del debito greco.

Il Trattato per la Stabilità, il Coordinamento e la Governance dell'Unione economica e monetaria (Tscg), noto con l'espressione Fiscal Compact, prevede che gli Stati «convergono di rafforzare il pilastro economico dell'unione economica e monetaria adottando una serie di regole intese a rinsaldare la disciplina di bilancio attraverso un patto di bilancio, a potenziare il coordinamento delle loro politiche economiche e a migliorare la governance della zona euro». È stato introdotto il principio del pareggio di bilancio (art. 3), l'obbligo di riduzione del disavanzo eccessivo che superi il 60% del prodotto interno lordo in ragione di un ventesimo all'anno (art. 4) e la formalizzazione dell'Euro Summit (art. 12).

Il Mes è una organizzazione finanziaria internazionale simile al Fondo Monetario Internazionale (Fmi) con sede in Lussemburgo e con scopo sociale di reperire fondi per fornire, sotto stretta condizionalità, assistenza finanziaria agli Stati aderenti minacciati da gravi difficoltà finanziarie, se indispensabile per garantire la stabilità finanziaria dell'insieme della zona euro e dei suoi Stati membri¹².

L'istituzione del Mes ha reso necessaria una modifica del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (Tfue) in quanto era dubbio che un fondo del genere fosse compatibile con l'art. 125 del Tfue che vieta all'Unione e agli Stati membri di farsi carico dei debiti degli altri Stati membri (cosiddet-

to no bail out clause). Così nel 2011 è stato aggiunto all'art. 136 del Tfue un terzo comma che recita «gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità»¹³.

Se da un lato queste norme limitano chiaramente il percorso di unificazione monetaria, il Mes, il Efsm e il Efsf evidenziano invece spinte verso tale integrazione e verso la responsabilità solidale relativa al debito degli altri Stati.

4. La proposta per accelerare l'integrazione monetaria

Per raggiungere una maggiore integrazione monetaria sarebbe necessario superare gli angusti limiti di intervento espressi dagli artt. 125 e 136 del Tfue.

Assumendo l'esistenza della volontà di superare tali limiti – fatto peraltro tutt'altro che scontato – il circolo vizioso descritto con riferimento a Supercruc potrebbe essere spezzato attraverso un meccanismo di exchange (che potrebbe essere volontario o obbligatorio) dei titoli di Stato in circolazione emessi dagli Stati membri con titoli di nuova emissione da parte del Mes – o altro soggetto analogo – di pari importo nominale e con tasso di interesse pari alla media dei tassi di interesse dei titoli scambiati, garantiti pro-rata (senza vincolo di solidarietà)¹⁴ dagli Stati membri. In caso di inadempienza di uno Stato membro gli altri Stati risponderanno pro-rata della quota di garanzia inadempita.

Il Mes diverrebbe creditore dei singoli Stati membri in funzione dei titoli scambiati e avrebbe il flusso di cassa per servire il nuovo debito.

Tale approccio dovrebbe essere accompagnato dal divieto di indebitamento degli Stati membri se non attraverso nuove emissioni del Mes che sarebbe pertanto in grado di monitorare e disciplinare il Patto di Stabilità e Crescita (uno Stato non potrebbe giuridicamente e fisicamente indebitarsi oltre i limiti imposti dalla governance economica dell'Unione in quanto lo potrebbe fare soltanto tramite il Mes).

bre 2011, relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro; il reg. (Ue) n. 1174/2011 del 16 novembre 2011, sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro; il reg. (Ue) n. 1176/2011 del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici; e la dir. 2011/85/UE dell'8 novembre 2011, relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri (tutti in G.U. n. L306 del 23 novembre 2011).

¹¹ Il Patto Euro Plus o Patto per l'Euro istituisce un coordinamento più stretto delle politiche economiche per la competitività e la convergenza. È un atto non vincolante, contenente impegni di natura politica sottoscritti dai Capi di

Stato o di governo dei paesi dell'Area dell'euro e da quelli di Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania. La finalità è quella di «consolidare il pilastro economico dell'unione monetaria, fare un salto di qualità nel coordinamento delle politiche economiche, migliorare la competitività e, quindi, aumentare il livello di convergenza».

¹² Art. 3 del Trattato Mes.

¹³ Decisione n. 2011/199/UE del Consiglio europeo del 25 marzo 2011 in G.U. n. L 91 del 6 aprile 2011.

¹⁴ Ad esempio, nel caso l'exchange avvenga per 100 euro composto da 20

A garanzia del Mes e degli Stati garanti ogni Stato dovrebbe sottoscrivere anche una clausola di negative pledge al fine di non pregiudicare la sua rispondenza patrimoniale. Tale clausola, ampiamente utilizzata nei mercati finanziari, comporta il divieto del debitore di creare privilegi, pegni e ipoteche sui propri beni a garanzia di terzi creditori sia per debiti nuovi che preesistenti.

Gli Stati membri che devono emettere nuovo debito per rifinanziare il debito in scadenza e comunque nei limiti imposti dalla governance economica dell'Unione ricorreranno al Mes che emetterà nuovo debito al tasso che riflette il rischio dell'Unione europea (in questa fase la media dei profili di credito dei singoli Stati) e trasferirà allo Stato richiedente i fondi alle stesse condizioni.

Con tale meccanismo gli Stati poveri cesseranno di pagare lo spread rispetto al debito degli Stati ricchi – per l'Italia significherebbe risparmiare una sostanziale parte, se non la totalità, dei 40 miliardi annui oggi pagati come spread rispetto alla Germania – e la solidarietà tra gli Stati dell'Unione sarebbe accresciuta. Tale meccanismo, ovviamente, trasferirebbe ricchezza dai paesi ricchi a quelli poveri dato che i pri-

mi pagherebbero sul loro nuovo debito attraverso il Mes un tasso più alto di quello che pagherebbero se emettessero direttamente sul mercato. In altre parole, anziché trasferire ricchezza intervenendo soltanto nei casi di grave difficoltà finanziaria (art. 136 Tfu) l'intervento sarebbe prodromico a una ripresa economica e aiuterebbe a evitare il verificarsi delle situazioni di crisi: insomma, un metodo virtuoso anziché un circolo vizioso alla Supercrak. Gli Stati ricchi restituirebbero nel tempo parte di quanto hanno beneficiato in oltre tre lustri di integrazione europea e si supererebbe il peculiare stato di trovarsi «nel mezzo del guado» per gli Stati privi della possibilità di svalutare la propria divisa per guadagnare competitività.

Alternative a tutto quanto sopra descritto sarebbero le seguenti: a) l'Unione europea assume piena sovranità al pari di uno Stato federato; b) l'emittente del debito europeo diventi la Bce, nel qual caso non servirebbe alcuna garanzia degli Stati Membri in quanto la Bce può stampare moneta all'infinito per pagare i debiti denominati in euro. Questa strada comporterebbe un sostanziale cambiamento della missione della Bce. ■

euro da titoli italiani, 30 euro da titoli tedeschi, 25 euro da titoli spagnoli e 25 euro da titoli francesi, il nuovo titolo di 100 sarà garantito dall'Italia per 30 euro, dalla Germania per 30 euro, dalla Spagna e dalla Francia per 25 euro ciascuna.