

Rivista di

# POLITICA ECONOMICA:

Il debito pubblico in Italia:  
perché è un problema e come se ne esce.

Intervento di Antonio Foglia

## IL PUNTO DELLA SITUAZIONE.

- Teoria e pratica concordano che ci vuole un avanzo primario del 3-4% mantenuto per anni per ridurre il debito pubblico.
- Alcuni lo ritengono impossibile perché troppo deflattivo.
- L'esperienza mostra che un avanzo primario ottenuto contenendo le spese più che aumentando le tasse e accompagnato da riforme strutturali che promuovano la crescita può funzionare.
- Facili soluzioni alternative non esistono.
- Nella fase di aggiustamento è necessario contenere il rischio che il debito pubblico italiano crei instabilità finanziaria.
- **Questo rischio è amplificato dalle criticità di un'Eurozona incompleta.**

## LE AMBIGUITÀ DELL'EURO.

- Nasce mediando tra due sistemi monetari, "gold standard" e "fiat currency", sperando di prendere il meglio di entrambi:
  - 1) Nessuno stato nazionale può stampare moneta per finanziare i propri deficit
  - 2) Offerta di moneta modulata dall'ECB
- Raramente gli stati hanno onorato i debiti in moneta estera quando erano superiori al 60% del PIL (Reinhart - Rogoff). Recuperare l'indipendenza monetaria non è però la soluzione, perché aprirebbe le porte alla monetizzazione del debito e ad un possibile «default implicito» da inflazione
- In un'area monetaria, gli squilibri dovrebbero essere finanziati
  - a) Con finanziamenti privati (Banking Union)
  - b) Con finanziamenti pubblici (Transfer Union)

In mancanza di entrambi sta supplendo la Banca Centrale Europea

## EVOLUZIONE DEL PROGETTO EUROPEO.

### **Eurozona 1.0 (Maastricht Model)**

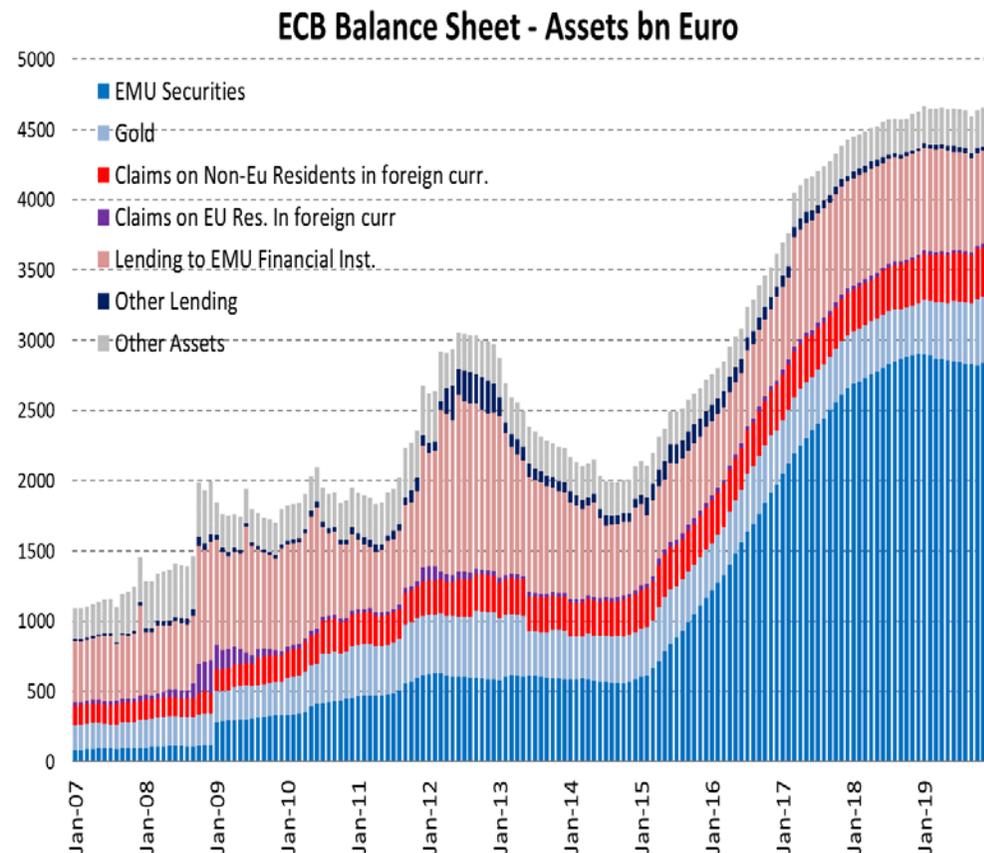
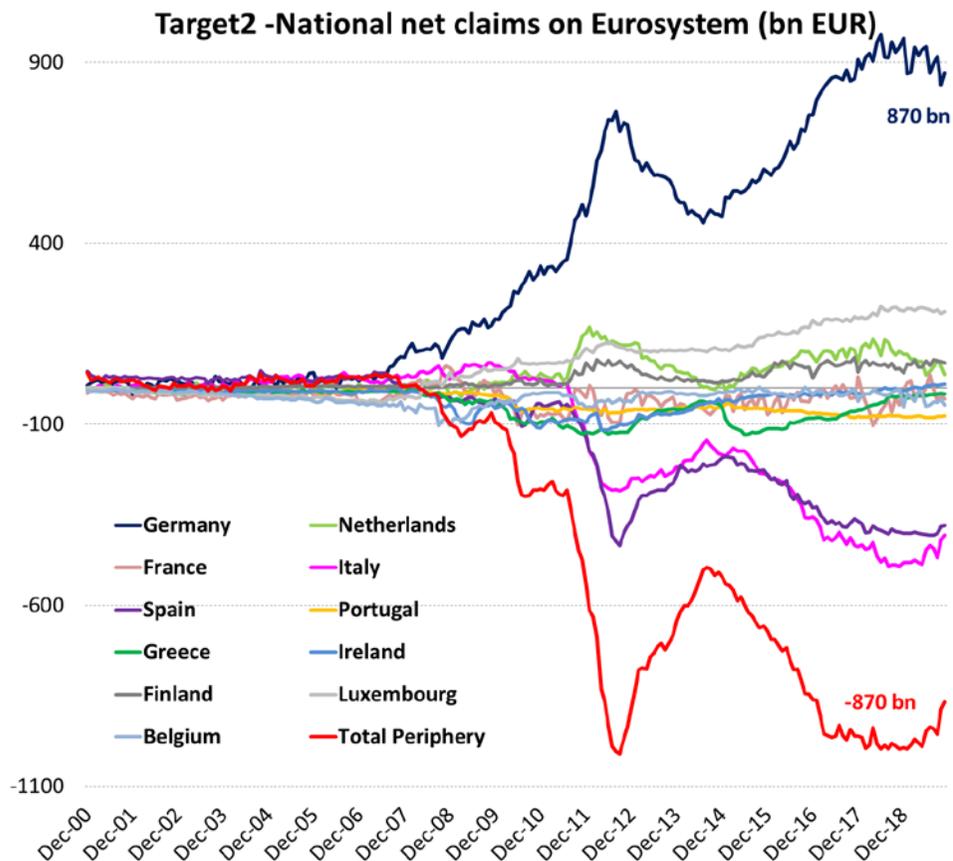
2010-2011

L'approccio iniziale alla crisi debitoria europea ha cercato l'implementazione rigida dei parametri di Maastricht, privilegiando un'interpretazione dell'Euro come «Gold Standard». L'Area Euro è giunta alle soglie del collasso.

### **Eurozona 2.0 («Full Bail-Out» Model)**

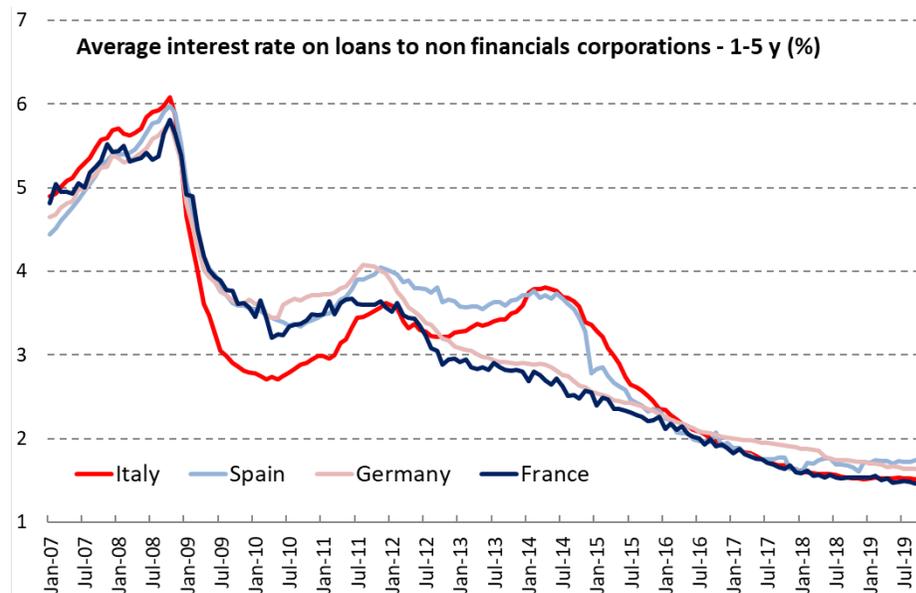
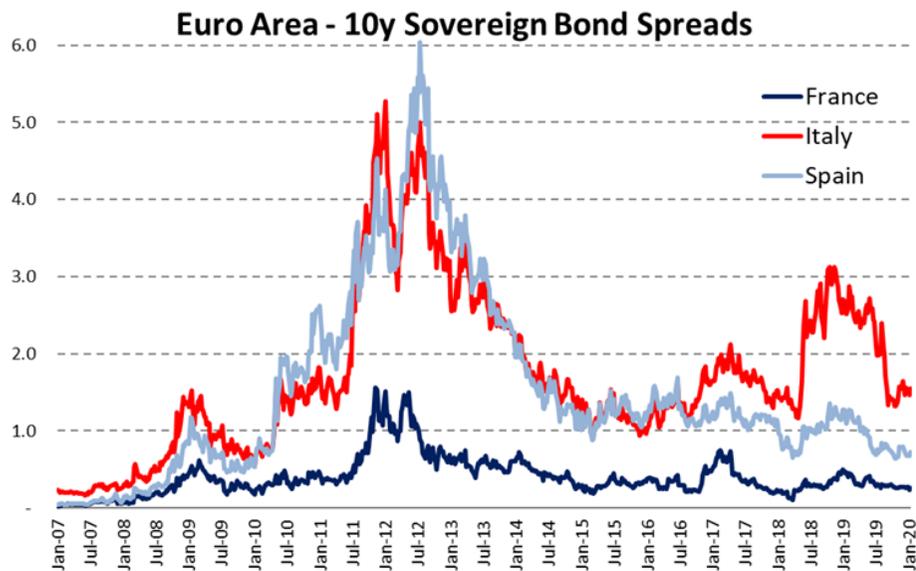
Dal 2012 (ESM, LTRO, TLTRO, OMT ...) La BCE ha scelto di dare priorità alla sopravvivenza dell'Euro. Prima la BCE rifinanzia i debiti della periferia e permette alla Germania di rimpatriare i propri crediti dubbi. Poi si sostituisce al mercato interbancario. L'Euro è diventato una «Fiat Currency».

# LA DIMENSIONE DEGLI INTERVENTI.



- Il collasso dell'Eurozona è stato evitato con destrezza e fortuna dalla Banca Centrale Europea che supplisce ad un sistema bancario balcanizzato.

# L'AREA EURO MANCA ANCORA DI UN MODELLO FUNZIONANTE.



- La frammentazione del sistema bancario europeo lungo confini nazionali mina l'integrità del mercato comune europeo.
- A parità di merito di credito, aziende italiane dovevano pagare di più delle concorrenti tedesche o francesi distortendo la concorrenza nel mercato unico europeo.
- I costi di finanziamento di imprese e banche dipendevano dallo spread tra i titoli governativi nazionali, almeno fino a che la BCE non è intervenuta direttamente, sostituendosi al sistema interbancario tramite i programmi TLTRO, per livellare i costi di finanziamento delle imprese.

## LA FRAMMENTAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO EUROPEO PERMANE ...

- La European Banking Union avviata nel 2012 resta incompleta:
  - Vigilanza passata solo in parte alla BCE
  - Single Resolution Mechanism impostato
  - Assicurazione sui depositi in alto mare
- Ma la frammentazione persiste al cuore del sistema: le Banche Centrali Nazionali continuano ad esistere
  - Le singole banche non possono depositare liquidità presso la BCE ma devono operare attraverso le Banche Centrali Nazionali
  - Le singole banche sono quindi esposte al rischio paese sulla liquidità, la componente più delicata dei loro attivi.
  - La frammentazione delle BCN è l'ostacolo alle fusioni tra banche europee.

## IL NODO DA SCIogliere TRA BANCHE, IMPRESE E STATI.

- Finché le banche italiane corrono il «rischio Italia», sulla loro liquidità presso la Banca d'Italia, non hanno incentivi a diversificare i propri investimenti in titoli di stato fuori dal debito pubblico italiano.
- Inoltre per gli stranieri non è appetibile depositare presso le banche italiane, a meno che il «rischio Italia» non venga appropriatamente remunerato.
- Gli investitori quindi, per finanziare una banca italiana, richiederebbero il pagamento di un premio al «rischio Italia». Questo spread aggiuntivo andrebbe a riflettersi sul costo del debito per le aziende che si finanziano presso le banche italiane, distorcendo la concorrenza nel mercato unico europeo.
- La BCE continua a sostituirsi al mercato e, offrendo finanziamenti agevolati alle banche, ha permesso il riassorbimento del premio al «rischio Italia». Per quanto ancora dovrà farlo?

## VERSO UNA VERA UNIONE BANCARIA.

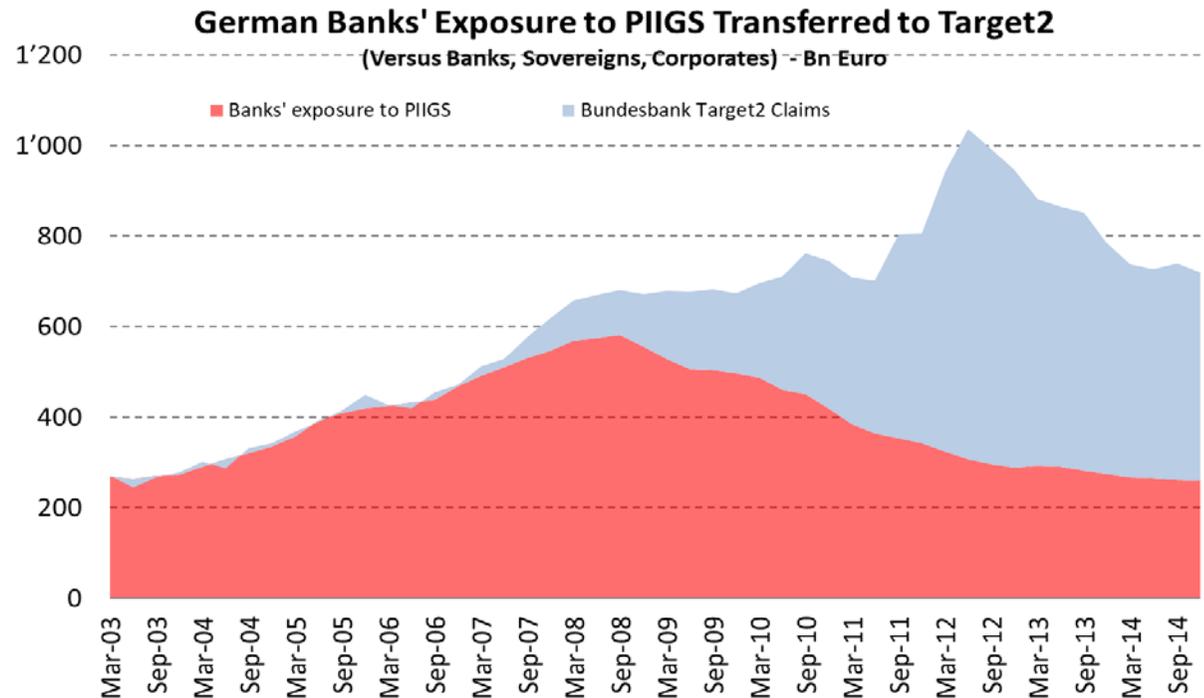
- Per spezzare il legame tra banche e stati nazionali si pensa di introdurre una «concentration charge» che penalizzi l'investimento concentrato nei titoli di uno stato.
- Ma per ridare fiducia e ricostituire il mercato interbancario europeo servono due precondizioni:
  - 1) Un'unica banca centrale.
  - 2) Una «concentration charge» estesa a tutti gli attivi e passivi, che incentivi tutte le banche europee a diversificare raccolta ed impieghi.
- Liberate dal legame simbiotico con lo stato nazionale e con la sua BCN, le banche sarebbero libere di investire dove vogliono.
- La transizione sarebbe problematica per il debito pubblico italiano, che perderebbe un suo naturale compratore e lo esporrebbe al rischio di instabilità.
- Servono quindi impegni vincolanti e credibili per una riduzione del debito pubblico italiano che rendano politicamente possibile una sua mutualizzazione.

# PERCHÈ SAREBBE GIUSTO MUTUALIZZARE IL DEBITO PER STABILIZZARLO.

In un area monetaria, un paese esportatore netto non può che accettare come pagamento le passività dei paesi importatori netti (vendor financing).

Surplus commerciali verso la Periferia fecero accumulare alla Germania crediti verso la Periferia. Nel tempo, la persistente accumulazione di crediti concessi ad importatori che vivono al di sopra dei propri mezzi ne aumenta la rischiosità.

Le banche tedesche si sono quindi trovate esposte nel 2008 verso la Periferia per oltre € 600 miliardi, 1.5x il proprio capitale. Spaventate dalla crisi, li hanno ridotti di 2/3, scaricando la differenza sui saldi di Target 2 garantiti da tutti gli azionisti della BCE.



## MUTUALIZZAZIONE E MORAL HAZARD.

- Quando la Crisi Finanziaria e quella dell'Eurozona hanno spaventato i creditori tedeschi, questi hanno potuto scaricare il rischio del loro "Vendor Financing" rimpatriando i finanziamenti ma lasciandone il rischio su Target 2 i cui saldi sono garantiti da tutti gli azionisti della BCE.
- La Germania ha quindi mutualizzato il suo problema dei crediti verso la Periferia, accumulati con i suoi surplus persistenti di partite correnti.
- Senza questa mutualizzazione, la potenziale insolvenza del sistema bancario tedesco avrebbe indotto maggiore indulgenza verso i PIIGS in quella solidarietà naturale tra creditori e debitori nelle crisi che è purtroppo venuta a mancare.
- La Germania non può quindi negare all'Eurozona la mutualizzazione implicita in Eurobonds, Banking Union ed altre possibili soluzioni tecniche, dopo aver essa stessa beneficiato di una massiccia mutualizzazione dei problemi potenziali che la sua politica economica ha creato al suo sistema finanziario.

## CONCLUSIONI.

- Il sentiero per il rientro del debito pubblico italiano è stretto ed in salita lungo una cresta vertiginosa. La cordata va assicurata.
- L'attuale assetto incompleto dell'Eurozona richiede alla BCE funambolismi al limite del suo mandato solo per mantenere la situazione attuale.
- Occorre:
  - Creare un'unica Banca Centrale Europea centralizzando, come si sarebbe dovuto fare subito, le funzioni oggi delegate alle banche centrali nazionali.
  - Incoraggiare la diversificazione della raccolta e degli impieghi di tutto il sistema bancario europeo, per esempio con una «concentration charge» estesa a tutti gli attivi e passivi.
  - Potrebbero iniziare fusioni ed acquisizioni bancarie in Europa e nascerebbe il mercato europeo dei capitali (certificati di deposito, titolarizzazioni...)

## CONCLUSIONI.

- Queste riforme rafforzerebbero il sistema bancario e finanziario ma esporrebbero maggiormente il debito pubblico italiano a crisi di sfiducia.
- Se l'Italia si impegnasse in un percorso di rientro credibile avrebbe diritto ad una forma di mutualizzazione per assicurarla dagli effetti destabilizzanti di un assetto istituzionale più consono ad un'Eurozona integrata.
- La mutualizzazione ha un precedente a favore dei paesi creditori e senza condizioni.
- Resta il dubbio che l'Unione Europea, orientata nel suo attuale assetto verso una «ever closer union», e l'Eurozona, i cui problemi strutturali restano irrisolti ad un decennio dalla crisi, possano essere progetti di ingegneria socio-politica troppo ambiziosi.

Antonio Foglia vive a Londra ed è membro del Consiglio di Amministrazione della Banca del Ceresio, istituto luganese, e delle sue controllate di Londra e Milano. Dopo la laurea in Economia Politica alla Bocconi, ha lavorato a Tokyo, New York e Londra. Si occupa di Private Banking e Hedge Funds sin dalla metà degli anni '80. Oltre a co-gestire primari fondi di fondi hedge, tra cui Global Manager Selection Fund, il maggiore fondo speculativo italiano, e Leveraged Capital Holdings, il più longevo fondo di fondi hedge del mondo, Antonio Foglia è, o è stato, membro del consiglio di primari hedge funds, tra cui il Quantum Endowment Fund di Soros.

È Global Partners' Council Member di Inet, The Institute for New Economic Thinking, e Trustee della Central European University. È stato componente per tre mandati del Foundation Board dello Swiss Finance Institute e dal 2013 al 2016 nel Comitato Scientifico di Confindustria. I suoi commenti sono ospitati da importanti quotidiani come il Corriere della Sera ed il Sole 24 Ore.

Le opinioni espresse e gli eventuali errori sono dell'autore che ringrazia la Dott.ssa Chiara Casale per il lavoro di ricerca e documentazione sulle tesi esposte.

[afoglia@belgrave.com](mailto:afoglia@belgrave.com)  
[www.antoniofoglia.com](http://www.antoniofoglia.com)