



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN Economia e management

PROVA FINALE

**"Lezioni latine per l' Eurozona. Analisi comparativa della crisi del debito
sovrano in America Latina e nell' Europa mediterranea. "**

RELATORE:

CH.MO PROF. Lorenzo Rocco

LAUREANDO/A: Simone Crivellaro

MATRICOLA N. 1066218

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

“La storia non si ripete, ma fa rima”

Mark Twain

*“Se devi alla banca 100 dollari è un tuo problema.
Se invece devi 100 milioni di dollari, è un problema della banca”*

Jean Paul Getty

“Defenderé el peso como un perro”¹

Jose Lopez Portillo

“There is no doubt that there is a new Latin America”²

Enrique V. Iglesias

“Il paese è in una nuova Odissea”³

Georgios Papandreou

“Vendete le vostre isole, greci in bancarotta

- e anche l'Acropoli!”⁴

¹ Frase pronunciata dal primo ministro messicano il 17 agosto 1981 in cui si esprime l'intenzione a difendere la stabilità del peso messicano. Il 17 febbraio 1982 il peso sarà invece svalutato e il 12 agosto 1982 il Messico dichiarerà l'incapacità di proseguire i pagamenti del *principal* del debito

² Frase pronunciata nel dicembre del 1991 dall'allora presidente dell'Inter-American Development Bank

³ Frase pronunciata dal primo ministro greco il 23 aprile 2010 all'interno di un discorso televisivo in cui chiedeva ufficialmente gli aiuti dell'Unione europea (di seguito Ue) e del Fondo monetario internazionale (di seguito Fmi)

⁴ Titolo apparso sul quotidiano tedesco *Das Bild* il 27 ottobre 2010

INTRODUZIONE

Questo elaborato si propone di svolgere un'analisi comparativa di due delle più importanti crisi del debito sovrano dal secondo dopoguerra ad oggi.

La principale caratteristica che le accomuna e le distingue da altre crisi è stata l'elevato numero di paesi in esse coinvolte. Il focus dell'elaborato sarà nell'analisi delle decisioni di politica economica assunte per combattere le crisi e sull'esposizione delle istituzioni finanziarie dei paesi creditori.

L'ottica dell'elaborato rimane sempre quella sistemica, rimandando ad altri studi le analisi dei singoli casi.

L'elaborato è suddiviso in quattro sezioni.

La prima sezione si propone di dimostrare quantitativamente come effettivamente vi sia una certa somiglianza tra paesi che prendono a prestito in valuta estera e paesi facenti parti di un'area valutaria comune.

La seconda sezione analizza più approfonditamente la crisi latinoamericana studiandone le cause, le differenti politiche di gestione e l'esposizione delle istituzioni finanziarie statunitensi.

La terza sezione esamina la crisi europea valutando cause, politiche di gestione, il ruolo della competitività tedesca in Europa e l'esposizione delle istituzioni finanziarie tedesche.

La quarta ed ultima sezione compara le due crisi e analizza una delle possibili soluzioni della crisi europea.

SEZIONE I

DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO E RAPPORTO DEBITO/PIL

Come dimostrato dai risultati ottenuti da Dell' Erba, Hausmann e Panizza (2013), esiste una relazione statisticamente significativa tra differenziale sul rendimento del debito sovrano e indebitamento.

Tuttavia, nella classe delle economie emergenti, tale relazione è vera solamente per quei paesi il cui debito è denominato totalmente -o quantomeno principalmente- in valuta straniera; mentre la correlazione non ha un'evidenza quantitativa anche per le economie emergenti il cui debito è denominato in valuta nazionale.

Quindi, per quanto riguarda la crisi latinoamericana degli anni ottanta del XX secolo abbiamo ottenuto un primo risultato: i mercati percepivano come particolarmente rischioso il debito di quei paesi per il fatto che fosse principalmente denominato in dollari americani, e pertanto le probabilità che fosse ripagato dipendevano dalla disponibilità di dollari che il singolo stato aveva (e negli anni ottanta detta disponibilità era particolarmente limitata per cause che vedremo di seguito). Al contrario, un paese il cui debito sia denominato in valuta nazionale è percepito come meno rischioso, in termini di puro rischio sovrano, poiché tale paese può sempre ricorrere eventualmente allo strumento della monetizzazione del debito (seppur anch'esso non privo di conseguenze).

Nel gruppo delle economie avanzate⁵, la correlazione in esame è statisticamente significativa per i paesi dell' Eurozona, al contrario ciò non è vero per i paesi sviluppati con moneta propria.

Nello specifico gli autori menzionati dimostrano come un aumento del 10% del rapporto debito/PIL comporta un incremento di 3 punti base nei differenziali di rendimento dei paesi

⁵ Il campione di economie avanzate utilizzato da Dell' Erba, Hausmann e Panizza (2013) esclude Stati Uniti e Germania, in quanto solitamente utilizzati quali benchmark di riferimento nel calcolo degli *spreads*. I risultati numerici di seguito riportati inoltre escludono come misura precauzionale anche Grecia e Portogallo, in quanto considerati degli *outliers*. Includendoli non potrebbe che rafforzare le conclusioni dell'analisi.

avanzati al di fuori dell'eurozona e di ben 25 punti base nei differenziali di rendimento dei paesi avanzati all'interno dell'eurozona

Allo stesso tempo però essi reclamano che, a parità di altre condizioni, i paesi dell' Eurozona tendono ad avere *spread* più bassi rispetto alle controparti che non hanno adottato la moneta unica (p.13-14).

Vediamo quindi come l'introduzione della moneta unica abbia avuto un duplice effetto. Da un lato il rischio percepito si è ridotto poiché gli investitori hanno probabilmente ritenuto estremamente affidabile un'istituzione sovranazionale come la Banca centrale europea⁶ e pertanto sicuramente più indipendente da influenze sinistre da parte dei governi nazionali rispetto a quanto non fossero le banche centrali nazionali. Dall'altro, avendo escluso lo strumento della politica monetaria, i paesi aderenti alla moneta unica sono diventati estremamente sensibili a cambiamenti negli indicatori macroeconomici e alle fluttuazioni dei mercati

Pertanto, entrambe le crisi hanno scontato un difetto congenito, un errore di politica economica strutturale che ne ha caratterizzato lo sviluppo, il cosiddetto *original sin*. Nel caso latino americano la dollarizzazione del debito e pertanto la dipendenza dalla politica monetaria attuata dalla *Federal Reserve*⁷. Nel caso europeo la natura ibrida dell'eurozona, con una politica monetaria sovranazionale e comunitaria e una politica fiscale in capo ai singoli governi nazionali

Il risultato forse più suggestivo dell'analisi quantitativa di Dell' Erba, Hausmann e Panizza (2013, p.14-15) è la somiglianza che intercorre tra paesi dell'Eurozona e paesi emergenti che prendono a prestito in valuta estera per quanto concerne la relazione tra differenziale sul rendimento del debito sovrano e rapporto debito/PIL.

Stimando la seguente equazione:

$$S_{i,t} = \alpha_i + \tau_t + DEBT_{i,t-1} \{ \beta_1 + \beta_2 (EURO_{i,t}) + \beta_3 AE_i \times (1 - EURO_{i,t}) \} + \theta EURO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

⁶ Di seguito Bce

⁷ Di seguito Fed

Dove β_1 misura l'elasticità degli spreads al rapporto debito/PIL nelle economie emergenti (America Latina compresa), β_2 misura la differenza nell'elasticità degli spreads al rapporto debito/PIL tra economie emergenti e paesi appartenenti all'Eurozona, β_3 misura la differenza nell'elasticità degli spreads al rapporto debito/PIL tra economie emergenti e paesi avanzati non appartenenti all'Eurozona. Inoltre compaiono $S_{i,t}$ che misura il differenziale di rendimento in punti base nel paese i all'istante t , $DEBT_{i,t-1}$ che misura il rapporto debito pubblico (lordo)/PIL nel paese i all'istante $t-1$ ed $EURO_{i,t}$ che è una variabile binaria che vale 1 per i paesi dell'Eurozona e 0 altrimenti

Essi ottengono i seguenti risultati:

<u>Coefficiente</u>	<u>T-test</u>
$\beta_1 = 3.61$	4.49
$\beta_2 = -299$	3.58
$\beta_3 = -0.28$	0.29

L'analisi quantitativa dimostra pertanto come sussista una relazione statisticamente significativa tra rapporto debito/PIL e spreads nelle economie emergenti e come l'elasticità degli spreads al rapporto debito/PIL nell'Eurozona non sia significativamente differente da quella nelle economie emergenti, corroborando la tesi secondo cui i paesi che fanno parte di un'unione monetaria diventano simili ai paesi che prendono a prestito in una valuta estera.

Al contrario, l'elasticità degli spreads al rapporto debito/PIL nei paesi non appartenenti all'Eurozona è significativamente differente da quella nelle economie emergenti.

Di seguito si riportano due grafici riguardanti l'andamento degli spreads dei paesi maggiormente colpiti dalle rispettive crisi.

Si noti come in entrambi i casi i rendimenti sui titoli del debito sovrano dei paesi di tutta l'area colpita dalla crisi siano schizzati dopo le dichiarazioni –di seguito esposte- da parte dei ministri delle finanze del Messico nell'agosto 1982 e della Grecia nell'ottobre 2009.

Figura 1 Differenziale di rendimento a 8 anni tra titoli di stato messicani e brasiliani e obbligazioni emesse dalla Banca Mondiale. Fonte: Edwards (1985)

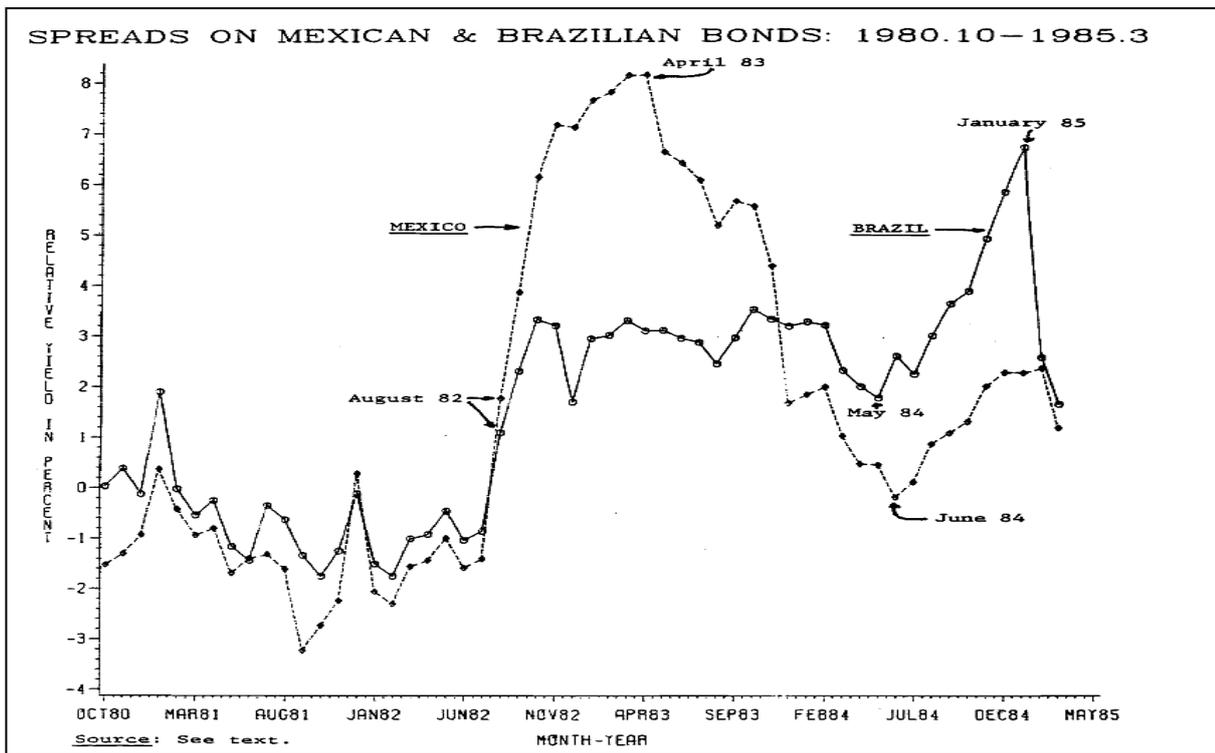
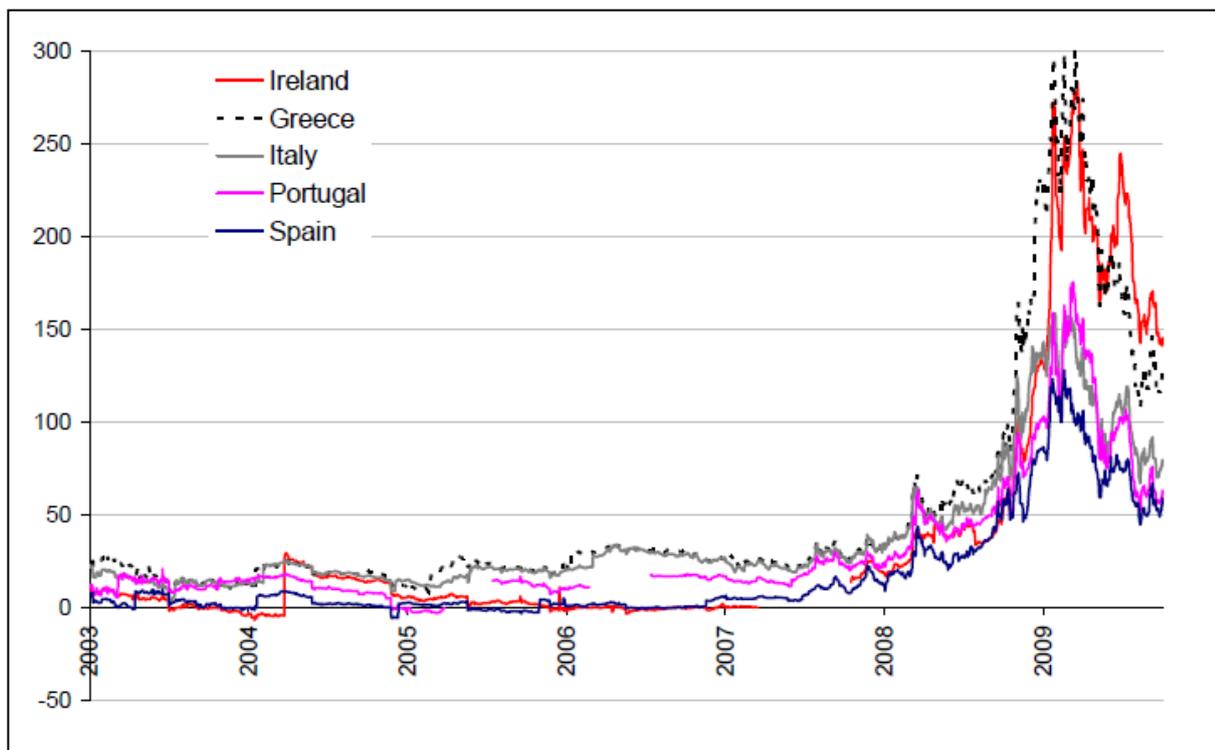


Figura 2 Differenziale di rendimento a 10 anni tra titoli di stato PIGS (+ Irlanda) e Bund tedesco. Fonte: Barrios et al. (2009)



SEZIONE II

LA CRISI IN AMERICA LATINA DEGLI ANNI OTTANTA DEL VENTESIMO SECOLO

CAUSE.

Avvalendosi di dati della World Bank, Pérez Sánchez (1995, p.244) sostiene che solamente durante la seconda metà degli anni settanta il tasso di crescita medio annuale del debito latinoamericano fu del 28%. I principali fattori che contribuirono a garantire una decade di indebitamento crescente furono (Devlin e Ffrench-Davis, 1995) elementi che, sebbene si fossero sviluppati a livello internazionale, ebbero maggiori ripercussioni nel continente latinoamericano.

Innanzitutto il fenomeno conosciuto come *petrodollar recycling* portò ad un boom creditizio nei mercati internazionali durante tutti gli anni settanta. A seguito dei picchi del prezzo del petrolio nel 1973-1974 e nel 1979-1980, i paesi esportatori avevano a disposizione moneta estera in eccesso rispetto ai loro fabbisogni e alle loro opportunità di investimento, spingendo detti paesi ad investire queste somme –attraverso i fondi sovrani- nei mercati finanziari dei paesi avanzati. A loro volta, le istituzioni finanziarie dei paesi più avanzati (US, UK e Giappone in primis) utilizzavano queste risorse finanziarie per concedere prestiti alle economie emergenti realizzando un gioco *win-win*: i paesi esportatori di greggio avevano messo al sicuro i loro fondi in eccesso, le istituzioni finanziarie avevano l'opportunità di fare grandi profitti e i paesi in via di sviluppo avevano a disposizione ingenti somme di denaro. Devlin e Ffrench-Davis (1995, p.121) stimano che il 41% di questo surplus di fondi fu depositato nel sistema bancario internazionale nel 1974.

Poiché per ogni soggetto che ottiene un prestito deve esservene uno che lo concede, una competizione sempre maggiore tra le istituzioni creditizie per accaparrarsi nuovi clienti le spinse a importanti battaglie di prezzo in cui pur di accaparrarsi i clienti offrivano prestiti a prezzi estremamente vantaggiosi rendendo il meccanismo del *rollover* del debito un automatismo. Inoltre, l'utilizzo improprio di uno strumento finanziario allora innovativo quale i prestiti sindacati⁸ (Gadanecz, 2004) portò sempre più banche ad alimentare la spirale del credito, costituendo un vero e proprio fenomeno di *herd behavior* .

⁸ Tipologia di prestito in cui un pool di banche, al fine di ammortizzare lo sforzo di finanziamento e di ripartire il rischio, fornisce risorse finanziarie al *borrower*.

Il peccato originale di questo meccanismo fu -come sopra indicato- che i prestiti erano denominati in dollari e a tassi variabili, rendendo il debitore impotente nei confronti di qualsiasi evento –tanto positivo⁹ quanto negativo- che in grado di influenzare le condizioni iniziali a cui il debito era stato contratto.

Ed infatti furono proprio degli shocks negativi ad aprire la strada al trambusto finanziario. Seguendo l'analisi proposta da Boughton (2001, p.319), quattro furono gli eventi avversi che, proprio per il fatto di essere accaduti in meno di un triennio, resero impossibile evitare lo scoppio della crisi. E non stupisce che tre di questi shock avessero a che fare con gli stessi mercati che avevano originato il boom creditizio: il mercato del petrolio e quello dei tassi di interesse. Per quanto concerne il mercato del greggio - *oil shock*- il costo netto del petrolio per i paesi in via di sviluppo importatori di greggio aumentò dal 15% delle esportazioni nel 1978 al 23% nel 1980, rendendo l'importazione sempre più onerosa.

Per quanto riguarda invece i tassi, l'esposizione dei debitori alle politiche della *Fed* si rivelò in tutto il suo potenziale. Il presidente della *Fed* Paul A. Volcker –in carica dal 1979 al 1987- si fece carico di ridurre la galoppante inflazione negli Stati Uniti ad ogni costo e per riuscire nel suo intento implementò una politica monetaria fortemente restrittiva –ribattezzata dalla storia come *Volcker shock*. Tassi nominali più alti ed inflazione decrescente portarono ad un significativo aumento dei tassi di interesse reali pagati dai paesi debitori rendendo così più oneroso il pagamento del debito. Va sottolineato che il debito latinoamericano era per la maggior parte legato al tasso LIBOR, che però in ultima istanza era fortemente influenzato dai tassi statunitensi in quanto all'epoca il mercato Eurocurrency era principalmente un mercato denominato in dollari americani (Ramos Francia et al, 2014), non esistendo ancora l'euro quale moneta rivale.

I tre grafici che vengono riportati di seguito rappresentano l'andamento di alcuni tassi di interesse nei mercati finanziari statunitensi. Più che concentrarsi su cosa questi tassi rappresentino (aspetti comunque descritti nelle rispettive didascalie), in questa sede è importante notare il non casuale picchio di tutti e tre nei primi anni della nomina di Volcker quale *chairman* della *Fed*.

⁹ Con un'inflazione internazionale estremamente elevata –tasso medio annuale del 12% nel periodo 1973-1981 come indicato da Devlin e Ffrench-Davis (1995, p.122)- dovuta anche all'elevato prezzo del petrolio, anche i tassi di interesse bancari finirono con l'essere negativi in termini reali, contribuendo ad alimentare il circuito dell' *over-lending*

Figura 3 Andamento del tasso di interesse sul *Treasury bill* con *maturity* a 3 mesi.

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

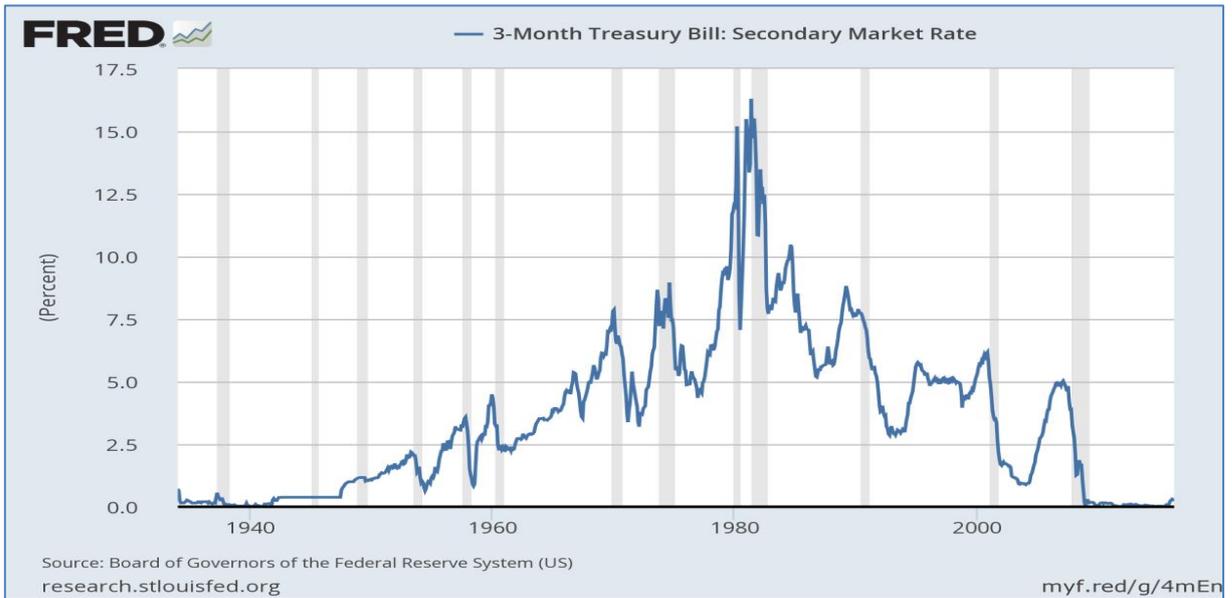


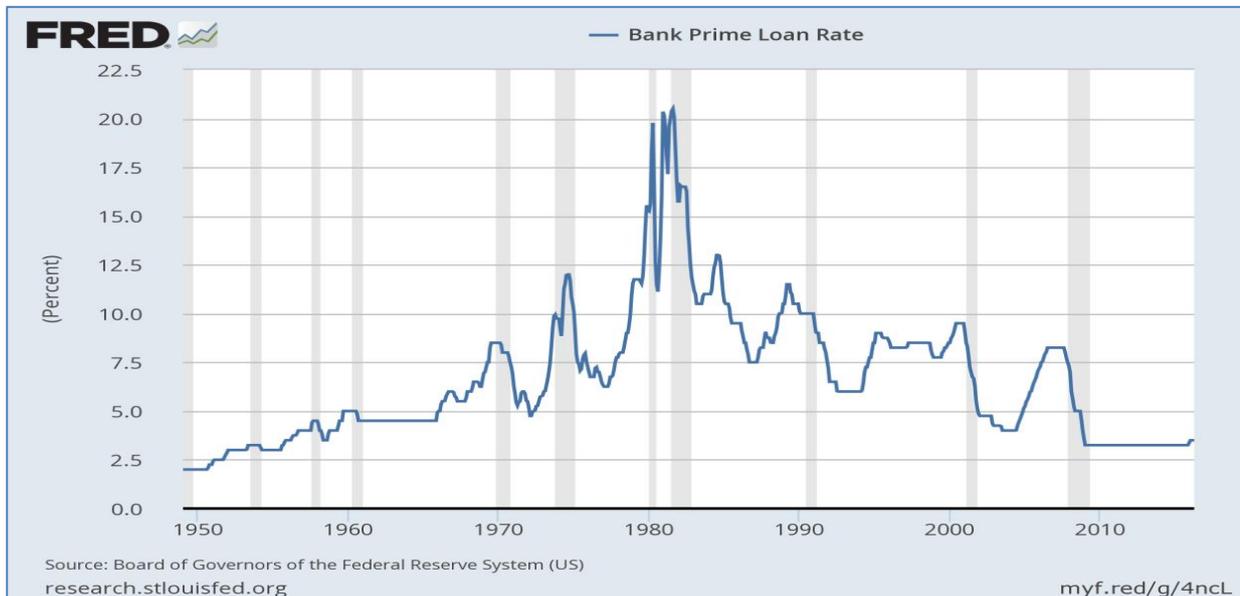
Figura 4 Andamento del *Federal funds rate* definito come tasso a cui gli intermediari finanziari si prestano i *federal funds* –denaro che le banche si prestano per mantenersi all'interno della soglia minima di riserve detenute presso la banca centrale- overnight.

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis



Figura 5 Andamento del *prime rate* definito come tasso a cui le banche concedono prestiti di breve termine a soggetti con rating creditizio molto elevato.

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis



A questa stratta monetaria seguì automaticamente un fortissimo apprezzamento del dollaro rispetto alle altre monete forti aggiungendo così ulteriori difficoltà al pagamento del debito, principalmente denominato in dollari.

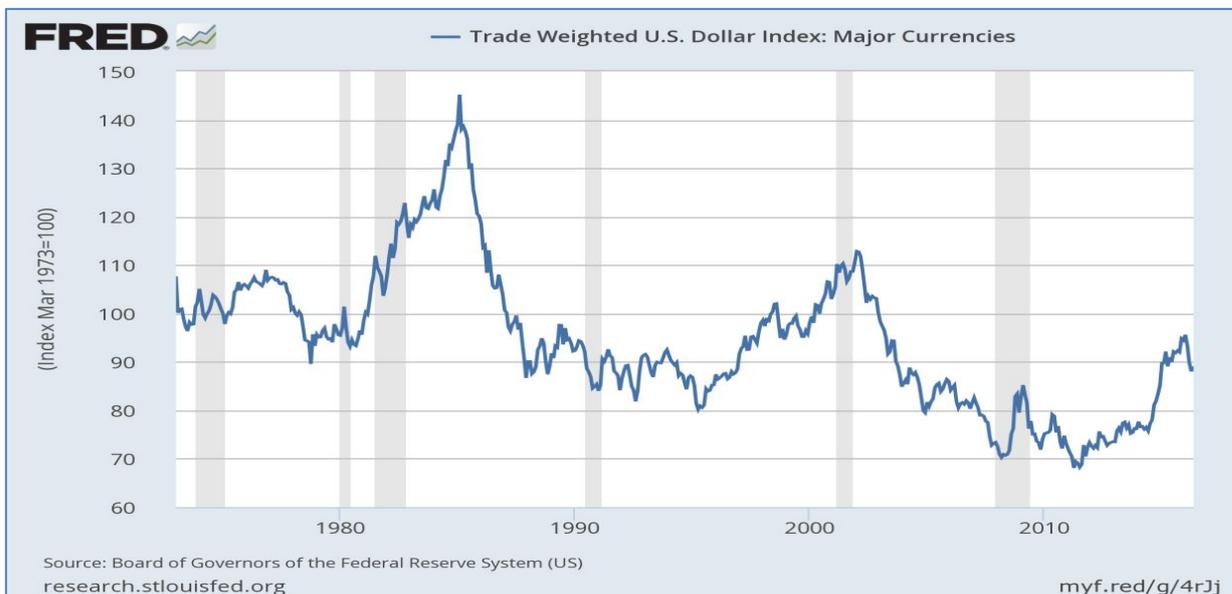
Ricordando dalla macroeconomia la teoria della parità scoperta dei tassi di interesse:

$$E_t = \frac{1 + i_t}{1 + i_t^*} \times E_{t+1}^e$$

Si vede come un aumento dei tassi di interesse sui titoli nazionali (i_t) rispetto ai tassi offerti sui corrispondenti titoli esteri (i_t^*) corrisponda ad un apprezzamento della valuta nazionale ($E_t \uparrow$) a parità di tasso di cambio atteso (E_{t+1}^e costante), in quanto anche gli investitori stranieri vorranno detenere i titoli nazionali e per acquistarli dovranno cambiare la loro moneta con la moneta nazionale, facendo così aumentare la domanda della stessa rispetto all'offerta.

Figura 6 Andamento del tasso di cambio del dollaro americano contro una media pesata delle principali monete forti (tra le quali: sterlina britannica, yen giapponese, franco svizzero, marco tedesco/euro).

Fonte : Federal Reserve Bank of St. Louis



Infine un rallentamento generale dell'economia nei paesi industrializzati nei primi anni ottanta indebolì anche la domanda di beni esportati dalle economie latinoamericane riducendo in tal modo la disponibilità di moneta estera per ripagare il debito

Si noti come l'avversa combinazione di eventi abbia compromesso ogni possibilità di salvezza per i paesi latinoamericani: convenzionalmente in economia aperta un aumento dei tassi conduce ad una riduzione della domanda di beni nazionali e ad uno spostamento di questa verso beni esteri; ciò avrebbe permesso ai paesi latinoamericani di far fronte al pagamento del debito nonostante lo shock monetario subito, ma la recessione domestica che vivevano gli Stati Uniti aveva a che fare un diminuzione *in toto* della domanda aggregata, senza distinzione tra beni nazionali e beni esteri. Pertanto dollaro forte, tassi di interesse alle stelle e crollo delle esportazioni costituirono un *mix* letale per l'economia latinoamericana.

Naturalmente anche i governi nazionali dei paesi debitori ebbero delle responsabilità nel rendere lo scenario ancor più esposto a una crisi economica, espandendo la spesa pubblica in maniera incontrollata e spesso incanalando i fondi ottenuti con l'indebitamento in progetti la cui futura redditività era discutibile.

Il 12 agosto 1982 il ministro delle finanze messicano Silva-Herzog inviò una lettera ai creditori informandoli che il Messico non sarebbe riuscito a procedere con il pagamento del *principal* previsto per il successivo 16 agosto (Boughton 2001, p.290). Pochi giorni dopo lo spread sui titoli di stato messicani contro obbligazioni emesse dalla World Bank sarebbe aumentato di 319 punti base rispetto al mese precedente. Edwards (1985, p.27) mette in evidenza tuttavia come i mercati anticiparono solo di qualche settimana la crisi del debito messicano, in quanto a luglio 1982 lo spreads sui titoli di stato messicani contro obbligazioni emesse dalla World Bank era negativo e non significativamente differente dalla media dei 18 mesi precedenti.

Il 10 gennaio 1983 il TIME intitolerà : “*The debt bomb threat*”¹⁰.

La crisi era ufficialmente iniziata.

Di seguito, sull’onda di quanto proposto da Pérez Sánchez (1995, p.252-253), si distingueranno tre fasi della crisi:

1. Prima fase: agosto 1982- ottobre 1985
2. Seconda fase: ottobre 1985- marzo 1989
3. Terza fase: da marzo 1989 in poi

¹⁰ Letteralmente significa “la minaccia della bomba del debito”, ma lo spirito dell’articolo è più sull’onda di “la bomba del debito è pronta a scoppiare”.

PRIMA FASE: CRISI DI LIQUIDITA' & MUDDLING THROUGH STRATEGY.

Un altro fenomeno di *herd behavior* comportò un massivo deflusso di capitali dai mercati latinoamericani dopo lo scoppio della crisi, tanto che alle difficoltà analizzate sopra se ne aggiunse un'altra: il *rollover* da automatismo era diventato un lusso. Le banche offrivano sempre meno risorse ad un prezzo sempre più alto, richiedendo premi per il rischio più elevati e programmando tempi di scadenza dei pagamenti sempre più vicini.

Inizialmente, si vedano Pérez Sánchez (1995) e Devlin e Ffrench-Davis (1995), la comunità dei creditori ebbe delle difficoltà nell'individuare la vera natura della crisi, confondendola con una crisi di liquidità legata a problematiche di breve periodo che si sarebbe sicuramente risolta non appena le esportazioni delle materie prime latinoamericane fossero tornate ai trend pre-crisi ripristinando le entrate di dollari. Questa errata valutazione portò a importanti errori di politica economica in quanto le strategie inizialmente adottate dai creditori, etichettate come *muddling through strategy*, erano esclusivamente orientate ad un rifinanziamento del debito per scongiurare un default a catena e non prendevano in considerazione alcuna misura che risolvesse le cause profonde della crisi.

Simmetricamente, anche le risposte dal lato dei debitori furono inadeguate: la fuga di capitali e il crollo delle esportazioni comportarono la compresenza di un disavanzo di conto capitale e di un disavanzo di conto corrente con conseguente squilibrio della bilancia commerciale. Al fine di proseguire i pagamenti del debito, le economie latinoamericane, non generando dollari e non ricevendone, si videro costrette ad intaccare le riserve della banca centrale alimentando ulteriormente la necessità di avere dollari a disposizione. A tal proposito Pérez Sánchez (1995, p.248) evidenzia come le riserve valutarie del *Banco de México* raggiunsero alla fine del 1982 il valore minimo di 1.800 milioni di dollari, sufficienti appena per far fronte alla necessità di importazione di un mese. Non riuscendo a prendere a prestito, i governi latinoamericani cercarono un aggiustamento più rapido possibile dei flussi commerciali esterni generando un avanzo di conto corrente e in tal modo riequilibrando la bilancia.

Sebbene la strategia fu un successo riuscendo a diminuire le importazioni da 82.2 milioni di dollari nel 1982 a 61.8 milioni di dollari nel 1984 e ad aumentare le esportazioni da 89.5 milioni di dollari nel 1982 a 100.2 milioni di dollari nel 1984¹¹, essa non fu priva di effetti collaterali. In molti paesi questo aggiustamento commerciale fu ottenuto attraverso

¹¹ Fonte: Pérez Sánchez (1995, p.266)

meccanismi che semplicemente spostavano il problema dell'incapacità di generare risorse finanziarie sufficienti ad altri settori, ma non lo risolvevano.

Tra questi meccanismi si annoverano aumenti dei sussidi pubblici (per il caso brasiliano si veda Pérez Sánchez, 1995, p.249) a favore degli esportatori che andavano così ad aumentare il deficit pubblico e massicce svalutazioni della moneta nazionale (Devlin e Ffrench-Davis 1995, p.119) che aumentavano il rischio di cambio alimentando i premi per il rischio richiesti.

Infine vennero introdotte forti limitazioni alle importazioni che andavano a minare la competitività delle economie latinoamericane, in quanto esse producevano essenzialmente prodotti agricoli o di allevamento (si pensi alla carne argentina o al caffè e al cacao per il Brasile) e materie prime (petrolio da Messico e Venezuela, rame cileno), mentre i prodotti finiti erano principalmente importati, particolarmente per quanto riguarda macchinari e tecnologie.

A metà del decennio era ormai chiaro come la strategia di pretendere esclusivamente il pagamento del debito non avesse portato a grandi risultati e si faceva strada la necessità di un cambiamento (Boughton 2001, p.415).

A tal proposito Sachs (1989, p.26-29) distingue due categorie di politiche di gestione di una crisi del debito sovrano che avrebbero caratterizzato l'approccio dei creditori nella seconda metà degli anni ottanta: la *financing approach* e la *debt reduction approach*.

La prima ottiene una riduzione del trasferimento di risorse dal debitore al creditore aumentando i prestiti concessi al debitore attraverso un allungamento dei tempi di pagamento del capitale (*principal*) e/o una concessione di nuovi prestiti ai debitori a tassi di mercato, ritardando così il trasferimento effettivo di risorse da *borrower* a *lender*

La seconda ottiene una riduzione del trasferimento di risorse dal debitore al creditore diminuendo direttamente i pagamenti sul debito corrente attraverso una riprogrammazione del debito con tassi di interesse inferiori a quelli prevalenti sul mercato (tassi di interesse vantaggiosi) e/o la cancellazione di parte del *principal* dovuto.

Appare quindi chiaro come fosse nel primario interesse dei creditori cercare di implementare innanzitutto una soluzione del tipo *financing approach* e solamente nel caso in cui anche questa si fosse rivelata fallimentare accettare una soluzione che riducesse definitivamente i pagamenti.

SECONDA FASE: BAKER PLAN – Financing approach.

La strategia che ha caratterizzato la gestione della crisi nella seconda fase è stata quella che Sachs (1989, p.1) ha definito come “*conventional approach strategy*”, caratterizzata sempre da una ferma opposizione a qualsiasi forma di riduzione del debito¹² ma allo stesso tempo da una presa di coscienza da parte dei creditori che la sola austerità fiscale non avrebbe consentito di raggiungere i risultati sperati se non accompagnata da riforme strutturali del sistema economico dei paesi debitori.

Il principale difetto della *conventional approach strategy* è stato nel rapporto tra debitori e creditori, o per meglio dire nel modo in cui i secondi obbligavano i primi a mantenere lo status quo –o *play by the rule*¹³ come sostenevano eufemisticamente le autorità del mondo anglosassone. Tale strategia fu cristallizzata nell’autunno del 1985 con *il Baker plan*¹⁴, il cui goal principale era quello di attuare un programma economico che concretizzasse il binomio crescita-aggiustamento¹⁵ in un’ottica di *case-by-case approach*; obiettivo alquanto ambizioso.

Cercando un delicato equilibrio nella tutela degli interessi di entrambe le parti, il programma prevedeva formule operative (Sachs, 1989) sia a favore dei creditori che dei debitori.

Per favorire i creditori si imponeva ai debitori il tempestivo pagamento degli interessi dovuti sul debito con le banche commerciali a tasso di mercato e si richiedeva di accettare una costante supervisione da parte del Fmi e della World Bank, rendendo ormai chiaro come le politiche economiche erano decise tra Wall Street e Washington piuttosto che nei parlamenti latinoamericani.¹⁶

¹² Intendendosi con essa qualsiasi formula di ristrutturazione del debito che conduca a una riduzione del valore attuale dei pagamenti che sono dovuti al creditore

¹³ Con questa locuzione ci si riferisce alle pretese dei creditori nei confronti dei debitori quale *condicio sine qua non* per ottenere nuovi prestiti : continuare a pagare gli interessi in tempo e continuare a implementare le riforme consigliate dal Fmi

¹⁴ Programma proposto dall’allora Segretario al Tesoro James Baker in occasione del meeting annuale di Fmi e World Bank tenutosi a Seoul, Corea del Sud nel settembre del 1985

¹⁵ Sachs (1989, p.7) parla di “*growth-oriented adjustment*”, Delvin e Ffrench Davis (1995, p.131) parlano di “*structural adjustment with growth*”

¹⁶ Nel 1989 questo aspetto verrà formalizzato dall’economista John Williamson con la locuzione *Washington Consensus*. Inoltre (Sachs e Huizinga,1987) sospettano che tale coinvolgimento del mondo anglosassone fosse dovuto alla loro esposizione: più del 55% del debito latinoamericano era detenuto da banche statunitensi e britanniche.

Al tempo stesso, per mantener fede all'impegno iniziale di perseguire la crescita nei paesi debitori, il programma concedeva una riprogrammazione del pagamento del capitale del debito con le banche commerciali e la concessione di nuovi prestiti tanto da parte delle banche commerciali quanto da parte del Fmi e della World Bank – a condizione che venissero implementate le riforme consigliate o per meglio dire imposte.

Si può evincere chiaramente come l'anima del *Baker plan* fosse più incline all'aggiustamento che alla crescita e come l'obiettivo di fondo rimanesse quello di scongiurare qualsiasi sospensione o ritardo nel pagamento degli interessi . Ciononostante veniva introdotta la possibilità di introdurre modalità di finanziamento innovative¹⁷ esclusivamente su base volontaria e solo come parte di un menù di opzioni più ampio, rendendo ormai chiaro come anche i creditori iniziassero a riconoscere –seppur parzialmente- che il debito difficilmente sarebbe stato ripagato al suo valore nominale. Si noti come quella che qui viene introdotta come un possibilità, costituirà invece il *corpus* della gestione della crisi nella terza fase che verrà analizzata più avanti nell'elaborato.

Il tallone d'Achille di questo programma –rendendone necessaria una revisione futura- stava sicuramente nel convincere le banche commerciali ad accendere nuove linee di credito. Vi era infatti un problema di azione collettiva: tutte le banche intese come gruppo avevano un grande incentivo a concedere nuovi prestiti in modo da scongiurare un collasso del sistema finanziario, ma nessuna singola banca aveva un incentivo individuale a farlo e tutte aspettavano che fossero le altre a prendere l'iniziativa –stante anche l'estrema rischiosità dei paesi che avrebbero dovuto ricevere i prestiti. Inoltre il problema era esacerbato dalla forma collettiva dei finanziamenti propria dei prestiti sindacati, che spesso richiedeva una maggioranza di consensi tra i finanziatori difficile da raggiungere.

Si rendeva quindi necessaria la presenza di un arbitro *super partes* che coordinasse l'azione collettiva: il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti d'America sembrava essere un buon candidato. Tenuto conto dell'enorme spreco di risorse –tanto economiche quanto organizzative- che un processo di coordinamento tale avrebbe richiesto, il risultato finale fu che solamente i paesi più grandi e nei confronti dei quali le banche erano più esposte riuscirono ad ottenere nuovi finanziamenti, con tutti gli altri esclusi o quasi.

¹⁷ Tra queste invenzioni finanziarie si annoverano exit bonds, debt buyback e debt equity swaps Per una trattazione completa di questi meccanismi consultare Sachs e Huizinga (1987, p.587-597).

La tabella seguente è indicativa di quanto esposto: le prime tre colonne indicano i nuovi finanziamenti concessi nell'era Baker. Si vede chiaramente come furono solamente i *big players* Argentina, Brasile e Messico a ricevere risorse. Vi è anche un *outlier*: il Cile, sebbene di dimensioni ridotte rispetto ai grandi tre, riuscì ad ottenere facilmente nuove risorse finanziarie poiché era diventato una colonia del neoliberismo anglosassone catturando così la benevolenza di Ronald Reagan e di Margaret Thatcher e della loro *special relationship*. Non a caso il Cile è stata anche l'unica nazione latina –oltre al Messico- a ottenere l'accesso all'OECD. Sachs e Huizinga (1987, p.562) inoltre sottolineano che il Cile era ai tempi governato da uno dei regimi militari più opprimenti della storia del mondo occidentale, pertanto vi erano poche possibilità per un'opposizione da parte dei cittadini a riforme fiscali avverse allo stato sociale.

Figura 7 Stato delle negoziazioni del debito per un campione di paesi latino americani.

Fonte: Sachs (1989)

STATUS OF DEBT NEGOTIATIONS FOR SELECTED LATIN AMERICAN COUNTRIES						
Country	New-Money Package ^a			Commercial-Bank Arrears ^b		
	1985	1986	1987	1986	1987	Aug. 1988
Large countries:						
Argentina	Y	Y	Y	Y	N	Y
Brazil	N	N	N	N	Y	N
Chile	Y	Y	N	N	N	N
Mexico	Y	N	Y	N	N	N
Venezuela	N	N	N	N	N	N
Small countries:						
Bolivia	N	N	N	Y	Y	Y
Costa Rica	N	N	N	Y	Y	Y
Dominican Republic	N	N	N	Y	Y	Y
Ecuador	Y	N	N	N	Y	Y
Honduras	N	N	N	Y	Y	Y
Panama	N	Y	Y	N	Y	Y
Peru	N	N	N	Y	Y	Y
Uruguay	N	N	N	N	N	N

^a Y indicates there was a disbursement in the calendar year from a concerted loan agreement. N indicates there was no disbursement.

^b Y indicates the country had arrears at the end of the period shown. N indicates it did not. These data do not indicate how long the debt service had been in arrears.

SOURCE: New-money data from IMF; arrears data from Institute of International Finance in Washington (except for Dominican Republic, which is from World Bank).

Un'ultima osservazione su come il *Baker Plan* abbia mancato di raggiungere tanto l'obiettivo dichiarato quanto quello reale –proteggere i creditori da qualsivoglia perdita- riguarda l'accoglienza che i mercati finanziari hanno riservato alla *conventional approach strategy*: l'esclusione di ogni possibilità di riduzione del debito ha fatto percepire gli stessi debiti come più rischiosi a mano a mano che la probabilità di una sospensione dei pagamenti iniziava a diventare certezza, comportando così un crollo della domanda per sottoscrivere il debito dei paesi in crisi e quindi un crollo del relativo prezzo. Questi prestiti non performanti erano però parte integrante degli attivi dei bilanci delle *commercial banks* statunitensi, pertanto (si veda Sachs 1989) la diminuzione del prezzo di mercato del debito latinoamericano ebbe come diretta conseguenza una diminuzione del valore delle azioni delle banche che detenevano quel debito, determinando in ultima istanza una perdita per gli azionisti delle banche. La tabella seguente indica il crollo sperimentato dal *bid price*¹⁸ sul debito latinoamericano.

Figura 8 *Bid price* per debito latinoamericano nel mercato secondario.

Fonte: Sachs (1989)

SECONDARY-MARKET BID PRICES FOR LATIN-AMERICAN DEBT, VARIOUS PERIODS, NOVEMBER 1985-AUGUST 1988 ^a				
Country	11/85	8/86	7/87	8/88
Argentina	n.a.	66	47	26
Brazil	75-83	76	55	50
Mexico	78-82	56	53	50
Peru	32-36	n.a.	11	6
Ecuador	n.a.	65	45	26

^a Bid price in dollars for a \$100 claim on the secondary market.

SOURCE: 11/85 from *The Economist* (Nov. 16, 1985); 8/86 from *Euromoney* (August 1986); 1987 and 1988 from Salomon Brothers (July 20, 1987, and Aug. 4, 1988).

Inoltre (Sachs e Huinziga, 1987) alla fine del 1986 il price-earnings ratio delle banche più esposte era pari a 6,6 contro un valore di 10,3 per quelle meno esposte; riflettendo come il mercato mettesse in dubbio la sostenibilità futura degli utili correnti delle banche che avevano concesso prestiti ai paesi latinoamericani.

A corroborare la tesi secondo cui il *Baker plan* fu un totale fallimento (Pérez Sánchez 1995, p.262) vi sono due record negativi raggiunti dall'economia latinoamericana proprio in piena

¹⁸ Massimo prezzo che un compratore è disposto a pagare per acquistare uno strumento finanziario

gestione Baker: il livello di indebitamento totale più alto fu raggiunto nel 1988¹⁹ per una somma pari 428.150 milioni di dollari –rispetto ai 333.150 milioni di dollari del 1982 (anno della crisi messicana)- e il rapporto debito/PIL più elevato fu raggiunto nel 1987 e pari a 64,3% -rispetto al 46,6% del 1982.

Forse l'unico merito del *Baker plan* fu quello di aver messo in evidenza l'effetto perverso che il circolo vizioso della *conventional approach strategy* comportava.

Essendo preclusa per principio qualsiasi riduzione del debito, l'unica soluzione che rimaneva ai paesi debitori –essendo il debito denominato in dollari e non potendo quindi stampare moneta per ripagarlo- era optare per politiche di austerità fiscale finalizzate a generare le risorse necessarie ad onorare il debito. Tuttavia una maggiore austerità fiscale comporta maggiore insoddisfazione da parte dei cittadini, la quale aumenta l'instabilità politica poiché i politici che promettono di sospendere i pagamenti e si dichiarano come vittime di scelte imposte dall'esterno (dal Fmi in particolare) guadagnano voti. A sua volta una maggior instabilità politica aumenta il rischio paese, incrementando così i premi per il rischio richiesti da mercati e rendendo il debito sempre più insostenibile, il che richiede sempre più austerità fiscale ed alimenta la spirale appena descritta.

La catena si spezza solamente se il paese debitore non accetta di prender parte ad alcun tipo di negoziazione e si rifiuta definitivamente di pagare ripudiando il debito, appellandosi magari alla teoria del debito odioso (Ugarteche 2014, p.105) secondo la quale un debito che non è stato contratto per servire l'interesse della nazione non va pagato –e potrebbe essere questo il caso del debito contratto dopo il 1982, finalizzato esclusivamente al pagamento dei creditori.

Alternativamente un altro breakup si può avere se i creditori capiscono che non concedere una riduzione del debito e pretendere il pieno pagamento va contro il loro stesso interesse in quanto aumenta le probabilità di non essere ripagati in futuro. E questo avvenne alla fine degli anni ottanta, con l'introduzione del *Brady plan*.

¹⁹ Si ricorda che James Baker rimase in funzione come Segretario del Tesoro dal febbraio 1985 all'agosto 1988.

ESPOSIZIONE LATINA DELLE BANCHE STATUNITENSI.

Sin dallo scoppio della crisi, col l'intento finale di evitare riduzioni del debito e sospensioni dei pagamenti, la strategia dei regolatori è stata orientata a tutelare l'interesse dei creditori. A tal proposito, la regolamentazione del settore bancario non impediva alle istituzioni finanziarie di registrare i pagamenti degli interessi ricevuti come reddito anziché accantonarli a riserva per fronteggiare potenziali perdite, benché fosse noto ai più come i pagamenti di quegli interessi in realtà provenissero dai nuovi prestiti concessi, con il paradossale risultato che durante la crisi gli attivi di molte banche videro sostanziali miglioramenti, anche per l'ingente presenza delle commissioni bancarie previste dalla concessione di nuovi finanziamenti. Un'altra illusione contabile concessa dalla regolamentazione al fine di evitare che i depositanti venissero a conoscenza della disastrosa situazione dei propri istituti e si creassero fenomeni di corse agli sportelli fu quello di concedere che il *capital adequacy ratio* venisse calcolato sulla base del patrimonio netto –includendo così anche le riserve- con equity a valori contabili e non esclusivamente sulla base dell'equity a valori di mercato, con il risultato che le banche risultavano di gran lunga più capitalizzate di quanto in realtà non fossero.

I dati quantitativi ben dimostrano come tale policy abbia in effetti raggiunto lo scopo prefissato (Sachs e Huizinga, 1987): l'esposizione di tutte le banche statunitensi nei confronti del debito latinoamericano era passata dal 118,8% del capitale (a valori contabili) a fine 1982 al 68% del capitale (sempre a valori contabili) a fine 1986. Agli sgoccioli dell'era Baker, a giugno 1988, alcune banche avevano ridotto la loro esposizione al punto che la crisi del debito latinoamericano non rappresentava più una minaccia per il sistema finanziario internazionale. Tra giugno 1987 e giugno 1988 (Sachs, 1989) le maggiori variazioni in termini di esposizione vennero riportate dagli istituti newyorkesi Citicorp (-16,6%) e J.P. Morgan (-10,4%), dalla banca californiana Security Pacific (-42,7%) e dalla banca di Chicago First Chicago (-33,4%). Sicuramente un evento che cristallizzò il cambiamento della percezione che le banche –ma i creditori tutti- avevano del problema latinoamericano fu l'annuncio da parte di Citicorp il 19 maggio 1987 di accantonare tre miliardi di dollari a riserve contro eventuali perdite sui prestiti concessi ai paesi latini (Boughton, 2001), riconoscendo così che il debito difficilmente sarebbe stato ripagato al valore nominale ma al tempo stesso segnalando al mercato che la banca era pronta a fronteggiare eventi imprevedibili, molto più di quanto non lo fosse nell'agosto del 1982 (Sachs e Huizinga, 1987). Wall Street risponderà positivamente, con un aumento di oltre il 10% il prezzo delle azioni Citicorp nella settimana successiva all'annuncio.

TERZA FASE: BRADY PLAN – Debt reduction approach.

Nel 1987, quando oramai la minaccia di una bomba del debito nei bilanci delle banche era stata attenuata e probabilmente le uniche vittime dal suo scoppio sarebbero state latinoamericane, il risultato più evidente della gestione Baker (Boughton 2001, p.478) era che molti paesi non sarebbero mai riusciti a ripagare il debito senza una riduzione significativa dello stesso, essendo aumentato costantemente il ritardo sul pagamento degli interessi ed essendo che spesso il pagamento del capitale avveniva solo grazie ai nuovi finanziamenti concessi.

L'8 novembre 1988 George H. W. Bush vinse le elezioni presidenziali negli Stati Uniti, ponendo la parola fine all'amministrazione di Donald Reagan (eletto per il primo mandato il 4 novembre 1980, quando ancora la crisi non era scoppiata), conservatrice e fermamente schierata contro una riduzione del debito. Con Reagan se ne andarono anche due dei più importanti e fermi oppositori alla riduzione del debito latinoamericano, Paul A. Volcker e James A. Baker (Boughton 2001, p.480). Il successivo 10 marzo 1989 il nuovo segretario del tesoro Nicholas F. Brady illustrò al Dipartimento di Stato il nuovo piano di gestione della crisi che aveva quale obiettivo finale quello di un sollievo permanente dal fardello del debito per quei paesi che stavano perseguendo solidi programmi di riforme economiche (Clark, 1993-1994). Detto sgravio sarebbe avvenuto attraverso meccanismi determinati dal mercato in modo tale che nessuna parte negoziale con più potere contrattuale potesse imporre le proprie volontà alle controparti (Boughton 2001, p.493).

La più grande innovazione in termini strategici fu quella di instaurare un meccanismo di incentivi finanziari che rendesse la riduzione del debito vantaggiosa anche per le banche, risolvendo in tal modo quel problema di azione collettiva che per troppo tempo aveva ostruito le trattative.

Un altro importante merito del *Brady plan* fu quello di abbandonare la strategia di *case-by-case approach* per puntare ad una soluzione sistemica, globale e *market-based*.

Gli strumenti adottati dal programma avevano lo scopo di allineare attraverso un sistema di incentivi gli interessi delle parti consentendo così una risoluzione delle crisi voluta da tutti e imposta da nessuno.

Le istituzioni internazionali avrebbero concesso nuovi prestiti ai paesi debitori fornendo la liquidità necessaria ad attuare le operazioni di riduzione del debito (*set asides*) e avrebbero fornito risorse finanziarie destinate a garanzia del pagamento degli interessi (*augmentation*).

Inoltre le negoziazioni banche- debitori e Fmi- debitori avrebbero dovuto procedere secondo percorsi distinti, in maniera tale che il Fmi non potesse usare come alibi per non concedere nuovi prestiti il fatto che l'accordo tra banche e paese debitore non era andato a buon fine.

Per quanto riguarda invece le banche, esse avevano a disposizione un set di strumenti finanziari tra cui scegliere (ben 6) che in ogni caso le incentivava ad accettare la riduzione del debito - *menu approach*²⁰

Per le banche particolarmente avverse al rischio e ben capitalizzate si offriva lo strumento del *debt buyback* (reduction of debt) che, a seguito di un riacquisto del debito da parte del debitore ad un valore inferiore al valore nominale (tipicamente al valore di mercato secondario) contro pagamento in contanti –non era consentito il pagamento con altri strumenti- garantiva alla banca liquidità immediata e la possibilità di abbandonare in tempi veloci il mercato del debito del relativo paese debitore, il quale beneficiava così di una vera e propria riduzione del debito.

All'estremo opposto vi era lo strumento della *debt conversion* (securitization of debt), pensato per le banche più esposte e che volevano quindi evitare riduzioni dirette del debito. Il meccanismo prevedeva la conversione (swap) del *loan* in un *DCB- debt conversion bond*, fornendo così ulteriore liquidità al debitore e garantendo alla banca maggior sicurezza in quanto era riuscita a sostituire nel proprio attivo un *non-performing loan* con un *performing bond*. Inoltre le risorse finanziarie ricevute dal debitore erano utilizzabili per pagare le banche che avevano optato per il *debt buyback* e per spalleggiare la crescita economica interna. Al tempo stesso, la banca, pur non ottenendo denaro e dovendone anzi fornire, beneficiava della maggior liquidità dello strumento *bond* rispetto al *loan* avendo quindi più flessibilità nella gestione della propria esposizione verso il debitore.

Soluzioni intermedie - Clark (1993-1994) stima che esse costituiscono il 74% dei nuovi accordi tra debitori e creditori- erano il *discount exchange* e il *par exchange*, che combinavano elementi della riduzione ed elementi della conversione del debito. La banca decideva di convertire il *loan* in *bond* con un *principal* inferiore ma tasso di interesse variabile (*discount exchange*) o con *principal* invariato ma tasso di interesse fisso ed inferiore a quello

²⁰ Una curiosità: i *bonds* di seguito menzionati sono gli ormai famosi *Brady bonds*, che oggi costituiscono uno dei principali strumenti per monitorare l'appetito dei mercati finanziari per le economie latinoamericane.

Fonte: Investopedia.com

Qui si analizza solo una parte dei *Brady bonds*. Per un'analisi essenziale ma esaustiva anche sulle altre tipologie si rimanda a Lee e Venezia (2000)

prevalente sul mercato (*par exchange*) e il debitore si impegnava a garantire i pagamenti (tanto del capitale quanto degli interessi) di questi nuovi bond sia con risorse proprie che con risorse prestate da Fmi e World Bank. Un meccanismo tipico di garanzia del *principal* prevedeva l'acquisto da parte del paese debitore di *zero coupon US Treasury bonds* da depositarsi presso la Federal Reserve fino a scadenza, in maniera tale da assicurare gli investitori sull'effettivo valore di quei titoli

Il 23 luglio 1989 fu siglato il primo *Brady deal* tra autorità messicane e Fmi, World Bank e Inter-American Development Bank.

La maggior garanzia che le banche ottennero quale ricompensa per aver accettato una parziale riduzione del debito fu la chiave per il successo del *Brady plan*: a metà del 1999 –dieci anni dopo l'introduzione del piano- ben 17 paesi avevano ristrutturato il loro debito nei confronti delle banche statunitensi. (Lee e Venezia, 2000)

SEZIONE III

LA CRISI NELL'EUROPA MEDITERRANEA DEGLI ANNI DUEMILA

L'analisi che segue sarà incentrata principalmente sui paesi dell'area mediterranea²¹, escludendo un'altra importante vittima della crisi del debito in Europa: l'Irlanda. Le ragioni per una scelta di questo tipo sono molteplici. Di natura economica, in quanto la crisi irlandese era più una crisi bancaria che una crisi del debito sovrano -essendo il debito irlandese principalmente di natura privata - e il rapporto debito/PIL irlandese si è mantenuto a livelli più bassi rispetto al rispettivo indicatore dei PIGS. Di natura istituzionale, poiché i PIGS sono tutti caratterizzati da sistemi di welfare che condividono caratteristiche comuni mentre il sistema irlandese è più affine a quello britannico. Infine di natura politica, essendo l'Irlanda un paese politicamente stabile, al contrario dei paesi mediterranei in cui (Matthijs,2014) il processo di democratizzazione è avvenuto molto in ritardo rispetto alla media europea (Spagna, Portogallo, Grecia hanno completato la transizione alla democrazia solamente negli anni ottanta del secolo scorso) o è stato estremamente volatile (in 70 di repubblica l'Italia ha avuto ben 63 governi della durata media di tredici mesi contro una durata attesa di cinque anni).

Nell'analizzare la crisi scelgo inoltre di escludere la terza fase delle trattative riguardanti il debito greco aperta nel gennaio 2015 con l'elezione di Alexis Tsipras e proseguita nell'estate con il referendum relativo al terzo *bailout*; in quanto gli effetti da essa derivanti non sono ancora ben del tutto chiari e non lo saranno fino alla fine di essa, a mio parere identificabile con le elezioni federali tedesche dell'autunno 2017, quando Angela Merkel –*opinion leader* indiscussa del gruppo dei creditori- potrebbe non essere più rieletta e la minaccia di un governo tedesco anti-europeo –in forza dei crescenti consensi guadagnati dal partito euroscettico AfD²² all'interno dei confini nazionali- potrebbe definitivamente sancire un esito nefasto per le economie mediterranee. Minaccia ulteriormente confermata dall'esito delle elezioni politiche del maggio 2016 in Austria, la “sorellina tedesca”²³, dove metà del paese ha votato per l'estrema destra antieuropea di FPÖ²⁴.

²¹ Di seguito indicati come da convenzione con il deprecabile acronimo PIGS: Portogallo, Italia, Grecia, Spagna

²² Acronimo per Alternative für Deutschland

²³ Traduzione libera del titolo del saggio *Streitbare Brüder* di Hannes Leidinger, Verena Moritz, Karin Moser

²⁴ Acronimo per Freiheitliche Partei Österreichs

CAUSE.

Come confermano gli studi di Lane (2012) il design dell'unione europea scontava sin dal principio un difetto di fabbricazione: ad un'unione monetaria corrispondeva una parcellizzazione delle politiche fiscali. Nonostante ciò, molti paesi –specialmente quelli mediterranei che storicamente pagavano premi per il rischio elevati nei mercati internazionali– videro nella moneta unica un'opportunità per poter prendere a prestito denaro a condizioni agevolate, in quanto avrebbero agganciato la loro reputazione a quella di paesi e valute storicamente –e quasi maniacalmente– affidabili e stabili, in primis al *deutsche Mark*. Tuttavia l'istituzione della moneta unica aveva previsto dei meccanismi per scoraggiare *l'over borrowing*. Un primo strumento è il Patto di stabilità e crescita, che pone due limitazioni importanti alle finanze pubbliche dei paesi membri: un deficit pubblico annuale non superiore al 3% del PIL e uno stock di debito pubblico non superiore al 60% del PIL. Altro strumento per scoraggiare prestiti irresponsabili è la clausola di *no bailout* prevista dal Trattato di Maastricht, che esclude l'assistenza reciproca tra i paesi membri per il pagamento del debito.

Sebbene meccanismi apparentemente opportuni nel creare un incentivo a non prendere a prestito al di sopra delle proprie possibilità, il clima ottimista e *risk-seeker* che prevaleva nei mercati nel quadriennio 2003-2007 ne minò l'efficacia (si veda Barrios 2009 per un'analisi dell'influenza che i fattori internazionali hanno avuto sui differenziali di rendimento europei).

Conseguentemente, nel medesimo periodo, nell'unione monetaria si avvertì un boom creditizio con ingenti flussi di capitale che dal nord Europa scorrevano verso il Mediterraneo causando importanti squilibri intra-unione nelle bilance commerciali dei vari paesi; spesso infatti i disavanzi di conto corrente dei paesi del sud erano bilanciati da avanzi di conto capitale che riflettevano il denaro che gli investitori del nord Europa incanalavano in investimenti non produttivi nei paesi del Mediterraneo. L'investimento preferito era nel settore immobiliare, esponendo quindi i cash flows attesi al pericolo di una bolla immobiliare.

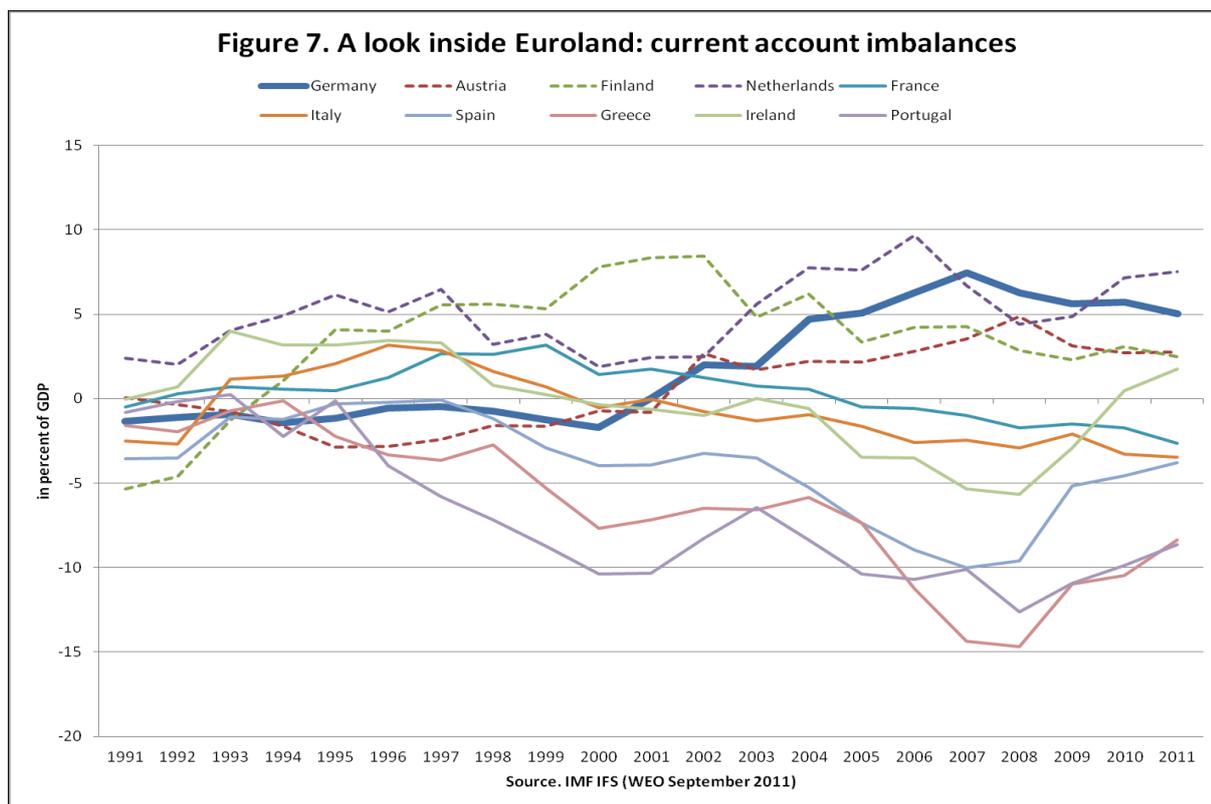
Ciononostante a livello aggregato la bilancia commerciale dell'Eurozona è stata nel complesso in equilibrio (Bibow, 2012) dall'introduzione della moneta unica in poi, con sporadici disavanzi dovuti principalmente a fluttuazioni nel prezzo del greggio.

Come sottolinea Lane (si vedano Freund e Warnock, 2007) ad essere esposti a rischi finanziari erano anche i paesi debitori, in quanto deficit di conto corrente elevati e sostenuti espongono una nazione al rischio importante di *sudden stops* nei *capital inflows*, richiedendo in tal caso meccanismi di aggiustamento piuttosto dannosi e con effetto immediato.

Il grafico seguente è indicativo di come l'introduzione della moneta unica, se da un lato ha positivamente allineato i differenziali di rendimento sui titoli del debito sovrano –almeno inizialmente- dall'altro ha nettamente disallineato i saldi di conto corrente nelle bilance dei pagamenti dei paesi appartenenti all'unione. Si noti come, non casualmente, i paesi ad aver registrato avanzi di conto corrente sempre più ingenti siano gli stessi paesi che vengono definiti come fiscalmente virtuosi: potrebbe sorgere il sospetto che la salute delle finanze pubbliche mitteleuropee sia stata ottenuta con i proventi ottenuti esportando nei paesi mediterranei. Tesi corroborata anche dal fatto che quegli stessi paesi fiscalmente irresponsabili nei quali veniva esportata la merce pagavano con la stessa moneta del paese in cui la merce veniva prodotta, precludendo quindi la volatilità dei tassi di cambio quale meccanismo per riequilibrare posizioni di conto corrente non sostenibili e tutelando in ultima istanza l'esportatore da crisi di cambio, inflazioni galoppanti e svalutazioni competitive improvvise.

Figura 9 Saldo di conto corrente delle principali economie dell'eurozona.

Fonte: Bibow (2012)

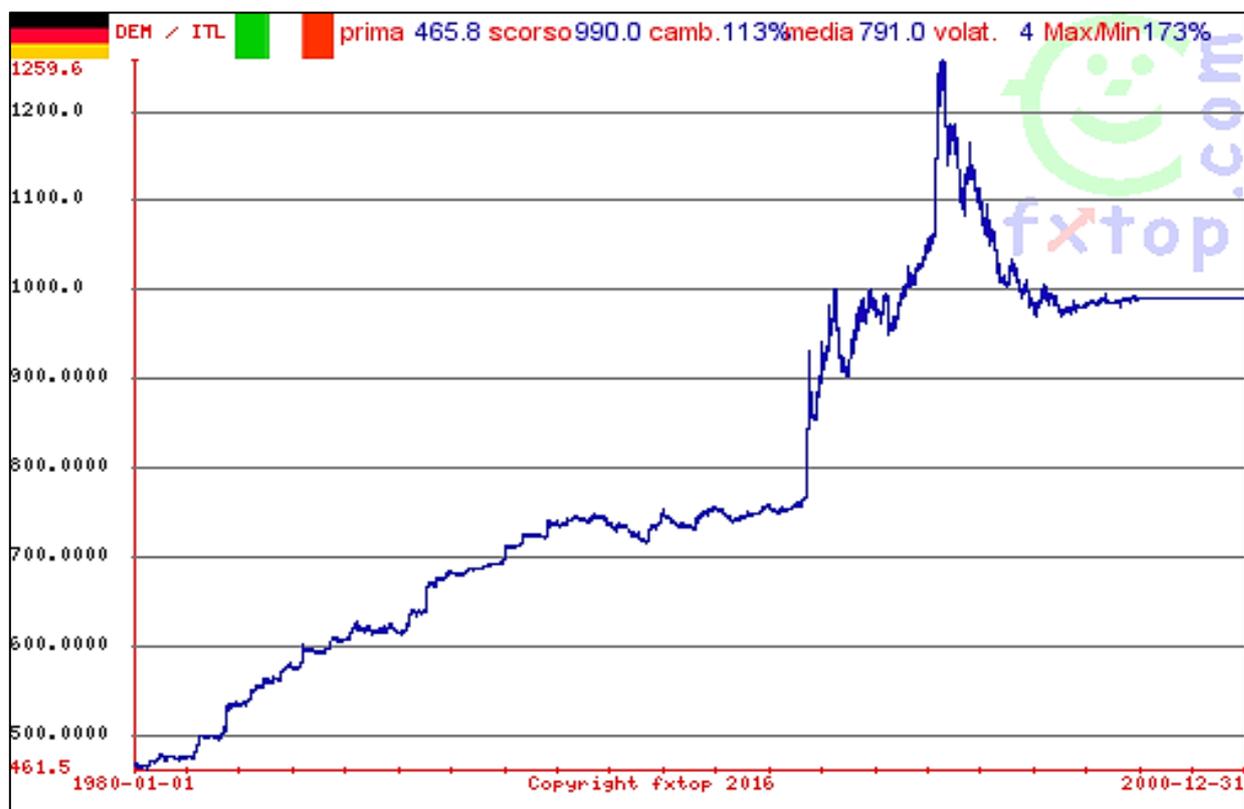


Due aspetti del grafico possono colpire il lettore: l'avanzo di conto corrente italiano e il disavanzo tedesco nel corso degli anni novanta e l'inversione di tendenza esattamente a cavallo tra 2000-2001 con l'introduzione della moneta unica. Essendo entrambe economie di

medio-grande dimensione incentrate sulla produzione di beni invece che di servizi –a differenza ad esempio dell'economia britannica- è lecito sospettare che l'avanzo italiano e il disavanzo tedesco fossero tra loro collegati e dovuti almeno in parte alla svalutazione della lira italiana del 1992, la quale rese i beni italiani relativamente più convenienti rispetto a quelli tedeschi. Il seguente grafico relativo al tasso di cambio tra marco tedesco e lira italiana tra gennaio 1980 e dicembre 2000 conferma il sospetto; degno di nota è l'apprezzamento del marco rispetto alla lira nella prima metà degli anni novanta.

Figura 10 Tasso di cambio DEM/ITL tra 01/01/1980 e 31/12/2000. Definito come valore in lire di 1 DEM.

Fonte: Fxtop.com



Ad alimentare la rischiosità del binomio boom creditizio-disavanzi di conto corrente vi erano anche un bolla immobiliare in corso nell'altra sponda dall'Atlantico con il problema dei mutui *subprime* e un'innovazione finanziaria nei mercati internazionali: la *securitization*²⁵.

Si noti come la crisi latino americana e la crisi dell'eurozona condividano ben due cause: un aumento esponenziale delle concessioni di credito e l'utilizzo improprio di uno strumento finanziario innovativo –allora i prestiti sindacati, oggi la *securitization* e i *credit default swap*.

Inoltre entrambe le crisi sono accomunate dall'irresponsabilità dei governi debitori per non aver attuato riforme economiche e fiscali strutturali in periodi di *easy money* e aver preferito temporeggiare per non farsi carico di responsabilità politiche forse troppo scomode, soprattutto in fase elettorale.

Lane (2012, p.54) parla di una “*missed opportunity*” dei paesi ora in crisi per attuare le dovute riforme di politica fiscale in tempi di ingenti afflussi di capitale nel boom del 2003-2007. Stesso discorso fanno Devlin e Ffrench-devis (1995, p.119-123) i quali parlano di una “*lost opportunity*” per i paesi latinoamericani nella seconda metà degli anni settanta per aggiustare la politica fiscale beneficiando degli importanti flussi di capitale provenienti dai mercati del credito.

²⁵ Tecnica finanziaria che attraverso l'assemblamento di strumenti finanziari esistenti consente la creazione di nuovi titoli, i cui cash flow dipendono dagli strumenti originari. Se da un lato ha reso più liquido il mercato in una fase in cui la domanda di investimenti con rating elevato era consistente, dall'altro ha creato un effetto domino in cui basta che un solo tassello della pila cada per far crollare l'intero sistema.

20 OTTOBRE 2009.

Sebbene convenzionalmente la data ufficiale di inizio della crisi finanziaria venga considerata il 15 settembre 2008 con la dichiarazione di fallimento da parte della banca di investimento statunitense *Lehman Brothers*, è importante sottolineare come inizialmente in Europa la crisi non venne considerata dagli esperti come una crisi del debito sovrano, bensì come un periodo di trambusto finanziario causato dal fisiologico fenomeno dello scoppio di una bolla immobiliare, al massimo catalogabile come una crisi bancaria²⁶ – ed ecco un altro elemento in comune con la crisi latinoamericana: un errata valutazione iniziale della crisi. Le autorità europee inizialmente (Bibow, 2012) andarono controcorrente, declinando l'inusuale sollecitazione da parte del Fmi a perseguire programmi di stimolo fiscale, in quanto avrebbero potuto minare la credibilità del Patto di stabilità e crescita. A dieci giorni di distanza dal fallimento della banca newyorkese, l'allora ministro delle finanze tedesco Peer Steinbrück dichiarerà in un discorso al Bundestag: “*questa crisi ha avuto origine negli Stati Uniti e sta principalmente colpendo gli Stati Uniti*” (Benoit, 2008). Nulla di più sbagliato, essendo le banche europee sensibilmente esposte ai mutui *subprime* statunitensi.²⁷

Inoltre la riduzione dell'appetito per il rischio su scala globale e il progressivo rientro di capitali nei mercati domestici da parte di numerosi investitori stavano causando un prosciugamento graduale dei flussi diretti all'area mediterranea, implicando differenziali di rendimento sul debito sovrano dei paesi mediterranei sempre più elevati (Barrios, 2009). E' opportuno ricordare in questa sede come gli *spreads* relativi ai membri dell'eurozona riflettano principalmente il rischio sovrano in quanto l'adozione di una moneta unica la cui gestione dipende da un'autorità sovranazionale ha praticamente annullato il rischio di cambio.

Il 20 ottobre 2009 costituisce la data in cui la crisi viene finalmente riconosciuta per essere anche una crisi del debito sovrano e non esclusivamente una crisi riguardante il settore privato: il ministro delle finanze del neoletto governo greco George Papaconstantinou annuncia pubblicamente una revisione del deficit di bilancio che rientrerà tra il 12% e il 13% del PIL -contro il 6-8% originariamente dichiarato e il 3% massimo consentito. Seguiranno a

²⁶ Bibow (2012) propone una tesi parzialmente diversa ma ugualmente interessante: egli sostiene che l'errore non sia stato tanto nel non riconoscere sin dall'inizio la crisi del debito sovrano come tale, bensì nel riconoscere solamente essa e di attuare politiche economiche (i.e. austerità fiscale) esclusivamente orientate a combattere questa crisi senza ammettere che alle spalle di essa, oltre ad una crisi finanziaria originata negli Stati Uniti, vi era anche una crisi di bilanci dei pagamenti originata in Europa.

²⁷ Bibow (2012, p.7) sottolinea come la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti fosse per l'eurozona più uno shock endogeno che uno shock esogeno

ruota i declassamenti del rating creditizio greco da parte delle maggiori agenzie di rating internazionali. La successiva primavera –maggio 2010- il Fmi e l' Ue forniranno il primo pacchetto di aiuti alla repubblica ellenica assicurando risorse a condizione che vengano attuati pacchetti di austerità fiscale, realizzate riforme strutturali per promuovere la crescita e ricapitalizzate le istituzioni finanziarie nazionali (Ardagna e Caselli, 2014).

Il principio alla base di questi nuovi prestiti ai paesi debitori è lo stesso che spinse a concedere nuovi prestiti dopo la crisi del 1982 in Messico : i creditori vogliono ad ogni costo evitare il default dei debitori e i pericoli per il sistema finanziario che da esso possono derivare. Inoltre, nell'eventualità in cui un default greco avesse portato ad un'uscita della Grecia dall'area euro, l'integrità del progetto europeo stesso sarebbe stata in pericolo in quanto si sarebbe creato un precedente anche per gli altri PIGS, il che avrebbe però portato a concedere aiuti anche agli altri paesi mediterranei avviando un meccanismo auto rinforzante in cui la *no bailout clause* del patto di stabilità era ormai un ricordo.

Alcuni difetti, molto simili alle problematiche della *muddling through strategy* e del *Baker plan*, caratterizzarono questo primo bailout. Anche in questo caso (Lane 2012) si volevano risolvere nel breve periodo –tre anni- problematiche di lungo periodo, rendendo asfissiante lo sforzo fiscale richiesto alle economie nazionali. A complicare la situazione (Petmesidou e Guillén, 2015) vi era il fatto che i fondi accumulati con l'indebitamento erano stati utilizzati principalmente per finanziare sistemi previdenziali generosi e insostenibili, rendendo quindi la questione della risoluzione della crisi un problema inter-generazionale sicuramente non risolvibile in un triennio.

Inoltre le richieste delle istituzioni internazionali costituivano un trade-off tra solidità del sistema bancario e sostenibilità fiscale. Al fine di perseguire la sostenibilità fiscale, le autorità nazionali dovevano aumentare la tassazione e ridurre la spesa pubblica, il che avrebbe influenzato negativamente il reddito disponibile delle famiglie e i profitti delle imprese, alimentando il rischio di bancarotta dei privati e quindi del sistema bancario, che risultava così sempre meno solido.

Ardagna e Caselli (2011) mettono in discussione la stessa volontà dei paesi creditori di voler evitare un default. Essi sostengono che in realtà i governi dei paesi creditori volevano semplicemente ritardare il default per ragioni di consenso politico, in maniera tale da far sì che esso fosse percepito come una minaccia per l'Europa derivante dalla mancanza di disciplina greca nell'adempiere alle obbligazioni assunte con il primo bailout, e non invece

dall'*irrational exuberance* delle istituzioni finanziarie mitteleuropee che le aveva spinte ad esporsi in maniera incontrollata nei confronti dell'area mediterranea durante il decennio precedente.

Nei primi mesi del 2011 l'insostenibilità del primo bailout venne a galla a seguito dell'incontro tra Angela Merkel e Nicolas Sarkozy tenutosi a Deauville l'ottobre precedente in cui essi di comune accordo dichiararono che futuri eventuali programmi di bailout da parte del meccanismo europeo di stabilità avrebbero richiesto anche una partecipazione dei creditori privati²⁸. Veniva così inaugurata la seconda fase di gestione della crisi, finora la più lunga, che terminerà nel gennaio 2015 con l'elezione di Alexis Tsipras a primo ministro greco. Il secondo *bailout*, finalizzato nel 2012 dopo mesi di estenuanti trattative, prevedeva un'importante novità rispetto al primo: l'introduzione esclusivamente su base volontaria di un *haircut* sul debito esistente –si prega di notare la somiglianza nel sottolineare la volontarietà di ristrutturazioni del debito tra questo programma e il *Baker plan* del 1985 per la risoluzione della crisi latinoamericana. Inoltre, la non casuale riduzione dell'esposizione degli istituti finanziari tedeschi verso l'area mediterranea, analizzata in una sezione a parte di seguito nell'elaborato, fanno sospettare che la maggior apertura tedesca ad una riduzione del debito fosse dovuta al minor coinvolgimento delle banche tedesche in esso (Ardagna e Caselli, 2011).

Concludendo, la seconda fase di gestione della crisi è stata anche più dolorosa della prima poiché è stata la prima a coinvolgere, con gradi diversi, tutta l'area mediterranea.

Oltre alla penisola ellenica, anche quella iberica ha preso parte a programmi di salvataggio per scongiurare un default e/o un collasso del sistema bancario nazionale: il Portogallo ha ricevuto assistenza finanziaria nel maggio 2010 e la Spagna nel giugno 2012.

Infine, la terza penisola mediterranea, l'Italia, ha avuto bisogno di un governo tecnico per garantire i percorsi di riforma fiscale che le camere parlamentari non erano riuscite ad implementare poiché troppo impegnate a lotte interne paragonabili a scontri da età comunale tra guelfi e ghibellini.

²⁸ Meccanismo meglio conosciuto come *Private Sector Involvement* (PSI).

L' ÜBER- COMPETITIVITA' TEDESCA.

La teoria macroeconomica (Dustmann et al., 2014) sostiene che la competitività di un paese dipende essenzialmente da tre fattori: costo unitario del lavoro, produttività per lavoratore e tasso di cambio. Avendo l'introduzione della moneta unica escluso l'ultimo, rimangono solamente i primi due quali strumenti di politica economica per aggiustare eventuali squilibri tra paesi.

Ricordando dalle fondamenta della scienza macroeconomica il modello AS-AD, risulta che gli aggiustamenti salariali sono la principale determinante dell'inflazione. Pertanto l'inflazione obiettivo perseguita dalle autorità monetarie rappresenta la regola determinante il tasso di crescita del costo del lavoro nominale. Nel caso dell'Eurozona, la Bce persegue una politica monetaria orientata alla stabilità, mantenendo l'inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2%. Pertanto il costo del lavoro all'interno dell'Eurozona deve essere ispirarsi a questa norma benchmark.

Ricordando la formula macroeconomica per le esportazioni nette:

$$NX = X(Y^*, \varepsilon) - \frac{IM(Y, \varepsilon)}{\varepsilon} \quad \text{dove } \varepsilon = E \times \frac{P}{P^*} \text{ corrisponde al tasso di cambio reale}$$

Risulta chiaro come all'interno di un'unione monetaria dove il tasso di cambio nominale è fisso per definizione (E costante), l'unico meccanismo per aggiustare una bilancia commerciale in disavanzo²⁹ è attraverso una correzione dei prezzi (e quindi in ultima istanza dei salari pagati ai lavoratori, bloccando gli aggiustamenti salariali e attuando una spirale deflazionistica delle retribuzioni pagate) e/o un aggiustamento al ribasso della produzione (e quindi un aumento della disoccupazione che, deprimendo la domanda aggregata interna, andrebbe a diminuire anche la domanda di beni esteri riducendo così le importazioni).

In realtà una soluzione indolore esisterebbe: un aumento della domanda estera aumenterebbe anche la domanda dei beni prodotti dalla nazione in crisi consentendo di aumentare le esportazioni a parità di importazioni. Ma la tradizionale avversione al consumo e la collegata propensione al risparmio dei paesi del nord confermano come questa rimanga una soluzione fantasiosa, evidenza confermata anche dalla natura dei beni che sono alla base delle economie mediterranee. Difficile risollevarne un'economia al ritmo di vacanzieri estivi e olio d'oliva.

²⁹ Si assume soddisfatta la condizione di Marshall- Lerner

Bibow (2012, p.15) sostiene come ironicamente sia stata la Germania, che tanto si era raccomandata la stabilità dei prezzi interni all'area euro al fine di mantenere la sudata stabilità ottenuta per il proprio *deutsche Mark*, ad aver infranto la regola e ad aver optato per un nuovo target di inflazione derivante dagli aggiustamenti salariali: 0%. Egli (p.16) ci tiene a sottolineare che l'accresciuta competitività tedesca non sia in alcun modo dovuta “*all'ingegnosità dell'ingegneria teutonica*” sospettata di aver accresciuto la produttività per lavoratore, bensì solo ed esclusivamente ad una stretta salariale interna.

Ancor più paradossalmente, gli unici paesi ad aver osservato pedissequamente il benchmark europeo sono stati quelli dell'area mediterranea, mentre Paesi Bassi e Austria, storicamente – anche per ragioni culturali- nazioni ancelle della matrona tedesca, si sono anch'esse mantenute al di sotto della norma.

A onor del vero va ricordato che quando alle soglie del nuovo millennio la Germania stava attraversando una pesantissima recessione interna e importanti disavanzi di conto corrente a seguito della riunificazione, con una crescita economica media solamente del 1,2% nel periodo 1998-2005 e una disoccupazione in crescita dal 9,2% del 1998 all' 11,1% del 2001³⁰ (Dustmann, 2014), invece che semplicemente svalutare il marco mettendo a rischio l'eccellente reputazione della *Bundesbank* e delle istituzioni nazionali, il governo socialdemocratico allora in carica implementò delle riforme strutturali dello stato sociale e del mercato del lavoro in un' ottica di lungo periodo conosciute come *Agenda2010*. La riforma più contestata è stata *Hartz IV*, tutta orientata alla flessibilità, in cui, *inter alia*, si prevedeva che un disoccupato per mantenere il sussidio non potesse rifiutare i lavori che l'agenzia di collocamento gli proponeva, pena la perdita del sussidio.

Dieci anni dopo il bilancio era più che positivo, avendo la Germania raggiunto nel 2011 un record storico ben su due fronti: disoccupazione ai minimi ed esportazioni ai massimi dall'anno della riunificazione in poi³¹.

³⁰ In una copertina dell'agosto 2001 il settimanale Der Spiegel –il magazine a maggior tiratura dei paesi di lingua tedesca- riportava una foto del cancelliere Gerhard Schröder con le mani in tasca e il titolo satirico “...mit ruhiger Hand” traducibile con “Non c'è fretta”, che ben riflette le problematiche interne che la repubblica federale viveva in quegli anni.

³¹ Il dibattito relativo agli effetti di queste riforme è ancora apertissimo in Germania, in quanto molti sostengono che esse abbiano favorito la precarietà e l'aumento della disuguaglianza. Questo elaborato non si prefigge di entrare nel merito di queste discussioni, ma sicuramente un dato è incontrovertibile: la costante diminuzione della disoccupazione nel periodo post-riforma.

Indiscutibilmente la Germania ha beneficiato della crisi dei paesi mediterranei, ma al tempo stesso ha avuto il coraggio di affrontare -senza rimandare *sine die* come quegli stessi paesi oggi in crisi- questioni per troppo tempo irrisolte.

Inoltre la Germania è uscita vincitrice dal trambusto economico poiché è riuscita a sfruttare un evento contemporaneo al collasso della domanda nei paesi mediterranei: l'esplosione della domanda nei paesi in via di sviluppo, BRIC in primis (Bibow, 2013). Infatti, se da un lato le tradizionali mete dell'export tedesco erano strozzate da politiche di austerità fiscale che deprimevano la domanda interna e scoraggiavano l'inflazione a livello europeo, dall'altro ne erano sorte di nuove nel contesto generale di un'economia sempre più globalizzata. Tutto ciò, aggiunto a tassi di interesse straordinariamente bassi –in conseguenza delle misure adottate dalla BCE- e al conseguente deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro che ha beneficiato le esportazioni dirette a paesi extra-euro (Bibow 2012), ha consacrato la Germania quale leader economico europeo.

Si potrebbe forse sospettare che la recente maggior morbidezza tedesca nei confronti della politica di gestione del debito mediterraneo possa essere correlata ad un interesse interno a ripristinare lentamente l'export verso il sud Europa, essendo che tutti i paesi BRIC – per ragioni differenti- stanno attraversando profonde crisi economiche e che la performance economica tedesca si fonda sulle esportazioni. In ogni modo, con o senza il placet tedesco per un ridimensionamento del debito, l'unico modo che i paesi mediterranei hanno per riguadagnare la competitività perduta –ma per certi mai guadagnata- è quello di attuare percorsi di riforme che prevedano forti riduzioni del costo del lavoro e una maggior flessibilità del mercato del lavoro, rendendolo più plasmabile alle mutevoli esigenze che un contesto globale impone. Bibow (2013) a tal proposito stima che in Francia, Italia e Spagna i salari debbano essere ridotti tra il 20% e il 25% rispetto a quelli tedeschi.

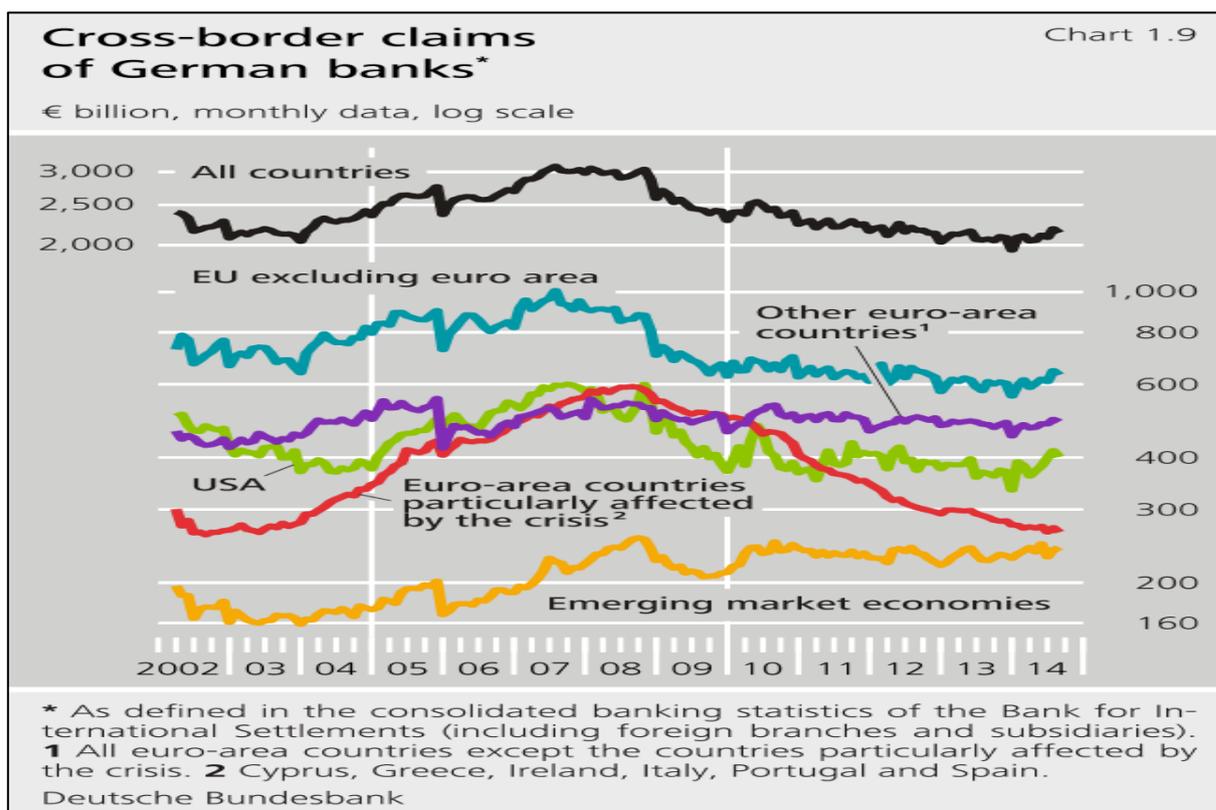
Una via di fuga senza vittime in realtà ci sarebbe: un aumento della produttività per lavoratore. Tuttavia è improbabile che possa essere perseguita, in un contesto in cui anche con tassi di interesse prossimi allo zero gli investimenti stentano a decollare.

ESPOSIZIONE MEDITERRANEA DEL FINANZKAPITAL TEDESCO.

Come confermato da un rapporto della Bundesbank (2008, p.23) “la Germania è integrata nell’eurozona a livello finanziario molto più di quanto non lo sia a livello di economia reale”. Infatti, se dopo lo scoppio della crisi mediterranea l’export manifatturiero tedesco è riuscito a tutelarsi da eventuali *slowdowns* grazie alla crescente domanda dei paesi in via di sviluppo, lo stesso non si può dire delle istituzioni finanziarie tedesche.

Sempre lo stesso rapporto (p.25) reclama come l’introduzione della moneta unica abbia di fatto inizialmente cambiato le preferenze degli investitori tedeschi, tradizionalmente dirette a titoli nazionali e in minima parte a titoli esteri, virandole verso una sempre maggior quota detenuta di titoli di altri paesi dell’area euro; confermando il flusso di capitali dal nord al sud Europa nei primi anni successivi all’introduzione dell’euro. Nel seguente grafico la curva denominata *Euro-area countries particularly affected by the crisis* ben riflette la grande mobilità di capitali sperimentata all’interno dell’Eurozona nella prima fase della moneta unica.

Figura 11 Crediti transfrontalieri delle banche tedesche. Fonte: Bundesbank Financial Stability Review 2014.

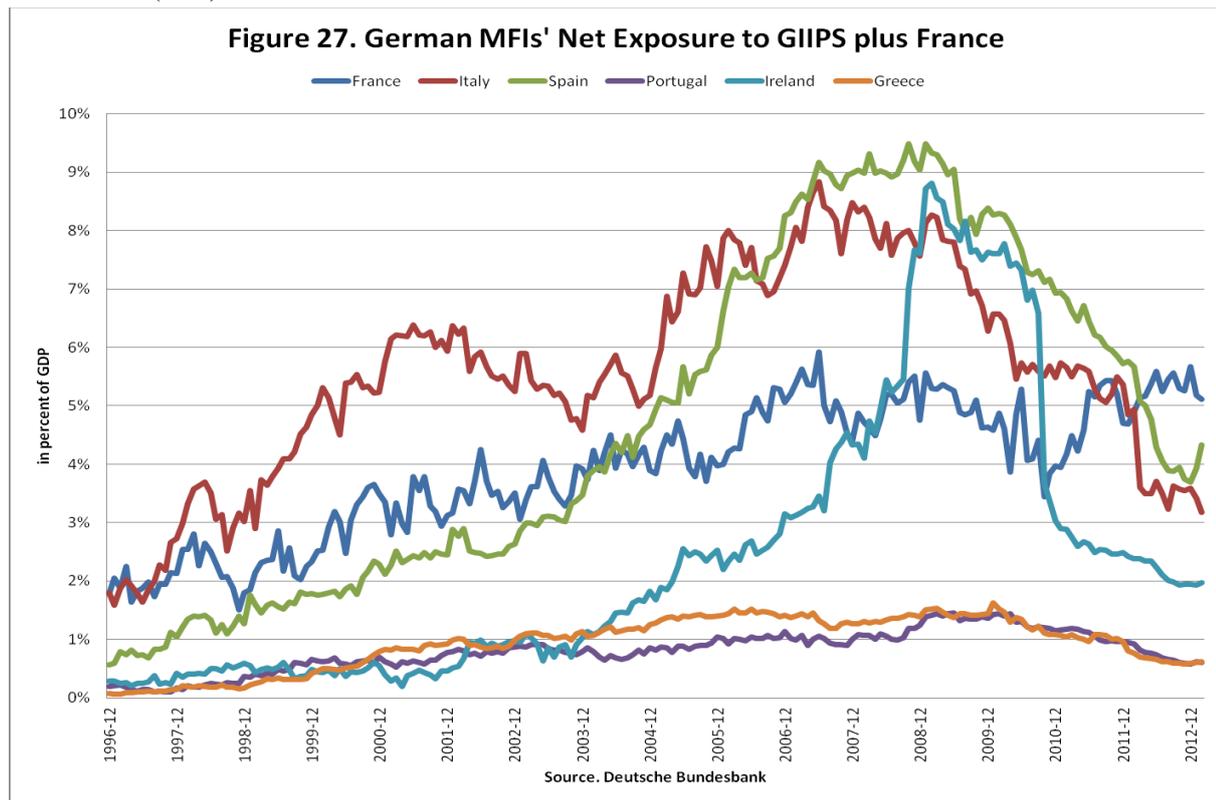


A confermare il *mismatch* tra flussi commerciali e flussi finanziari vi sono i dati relativi alla posizione delle imprese tedesche nei confronti del resto dell’eurozona: da un lato le imprese tedesche non finanziarie sono diventate –escludendo l’*equity* e avendo riguardo

esclusivamente ai rapporti di natura creditizia- debitrice nette verso gli altri paesi dell'area euro, in primis verso Paesi bassi e Lussemburgo³², dall'altro le imprese teutoniche il cui *core business* appartiene al settore finanziario³³ sono diventate creditrici nette dei paesi più deboli dell'eurozona.

Figura 12 Esposizioni di imprese tedesche finanziarie nei confronti di Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna.

Fonte: Bibow (2013)



Dal grafico di figura 15 si può notare come a seguito dello scoppio della crisi nei paesi mediterranei gli istituti finanziari tedeschi siano velocemente scappati dall'area mediterranea, rimanendo sostanzialmente invariata solo l'esposizione nei confronti della Francia. Colpisce soprattutto il ripido declino di esposizione verso l'Italia tra il dicembre 2010 e il dicembre

³² Bibow (si veda Bundesbank 2009, p.43) riporta come in realtà questa svantaggiosa posizione tedesca nei confronti di queste due nazioni del Benelux sia in parte dovuta al fatto che durante gli anni ottanta e novanta del secolo scorso molte imprese tedesche avevano aperto lì sedi e/o succursali per questioni relative alla tassazione, in questi paesi decisamente più favorevole. Sicuramente anche questo è un aspetto rilevante, ma non determinante.

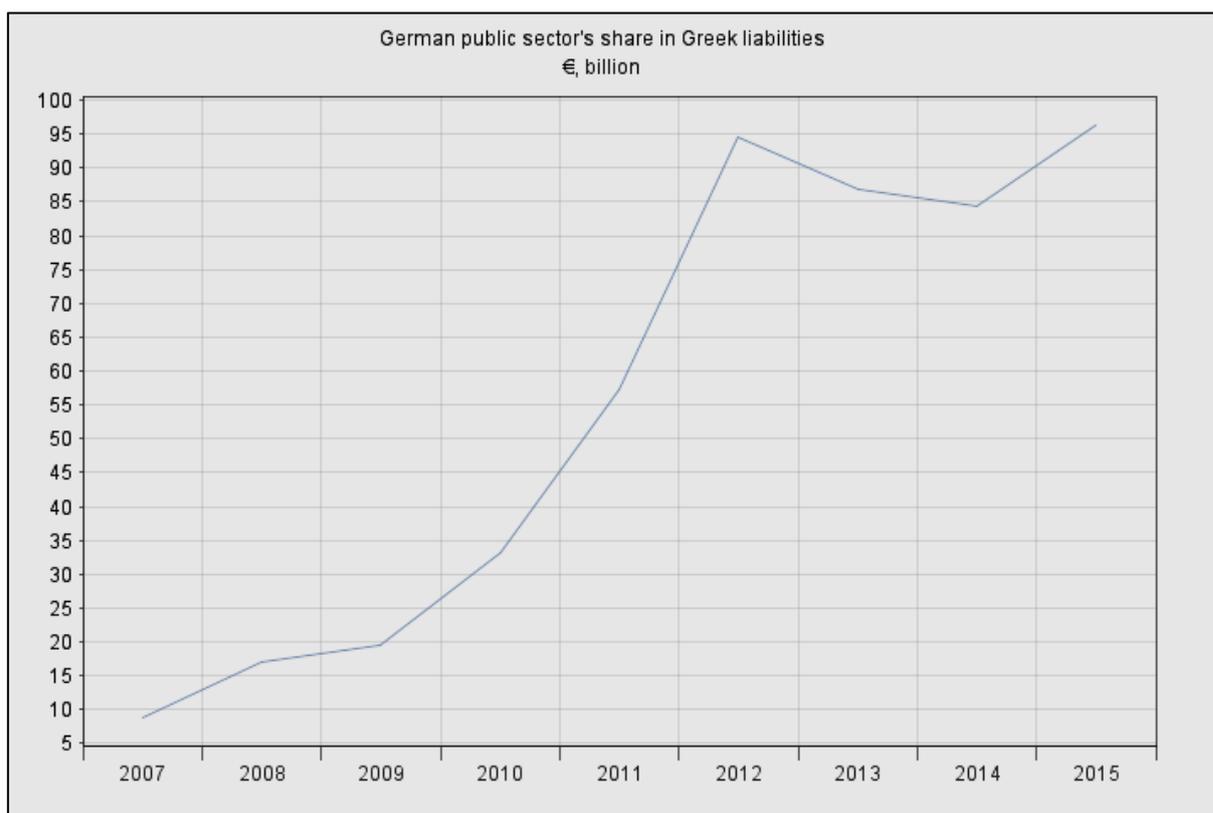
³³ Frühauf (2011) riporta gli istituti maggiormente esposti: le banche d'investimento di Francoforte Commerzbank e Deutsche Bank, il colosso assicurativo bavarese Allianz Versicherung e FMS Wertmanagement. Quest'ultima è una bad bank nata nel 2010 a seguito della nazionalizzazione di Hypo Real Estate, una Lehman Brothers in salsa tedesca.

2011, periodo durante il quale Deutsche bank avviò un'operazione di *short-selling* di titoli di stato italiani tanto imponente da far schizzare lo spread tra i Btp a 10 anni e i bund tedeschi a 337 punti base, alimentando i sospetti che fosse in atto una sorta di *bear raid*³⁴ (Soros, 2012), meccanismo speculativo tipico del mercato del debito dei paesi in via di sviluppo che prendono a prestito in valuta estera –il che confermerebbe l'ipotesi di Dell' Erba, Hausmann e Panizza (2013) analizzata all'inizio dell'elaborato.

Contemporaneamente però l'esposizione del settore pubblico tedesco nei confronti dei PIGS è aumentata vertiginosamente. Per una più attenta analisi bisogna però prestare attenzione ai due grafici seguenti –figure 16 e 17.

Figura 13 Passività greche detenute dal settore pubblico tedesco.

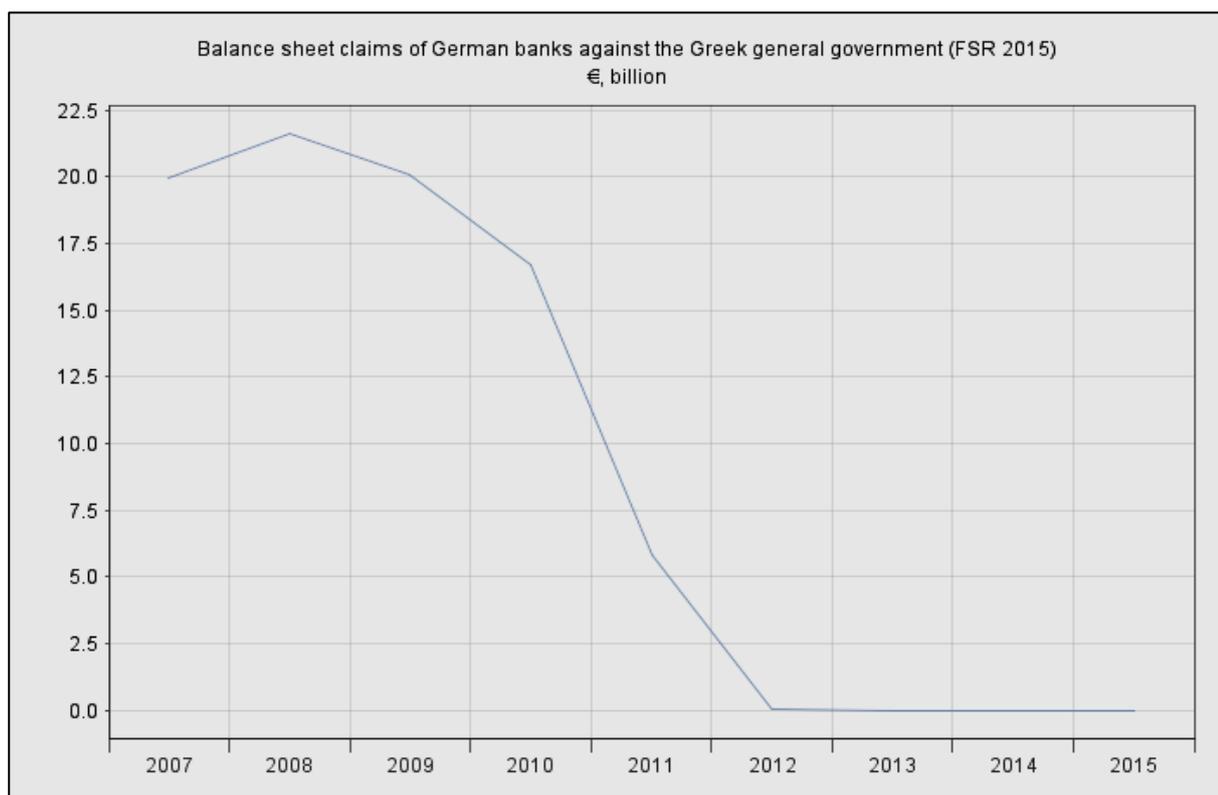
Fonte: Bundesbank Financial Stability Review 2015



³⁴ A tal proposito la procura di Trani nell'aprile 2016 ha aperto un'indagine per manipolazione di mercato contro Deutsche Bank e l'ex management

Figura 14 Crediti delle banche tedesche nei confronti del settore pubblico greco.

Fonte: Bundesbank Financial Stability Review 2015



Appare chiaro anche al lettore meno esperto come la critica esposizione delle banche tedesche sia stata semplicemente trasferita al settore pubblico tedesco -al fine di evitare un collasso dell'intero sistema finanziario dell'eurozona- ma il sistema Germania continua ad essere un netto creditore del sistema Grecia e più in generale di tutta l'area mediterranea.

In particolare detto trasferimento di crediti dal settore privato al settore pubblico è avvenuto principalmente attraverso tre canali.

In primis, attraverso il meccanismo europeo di stabilità finanziaria, al quale partecipano secondo quote proporzionali al peso relativo tutti i membri dell'Eurozona, fornendo assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà sotto forma di *bailout packages*; ripetendo così l'errore delle prime due fasi di gestione della crisi latinoamericana di *throw good money after bad*.

In secondo luogo, la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), banca tedesca totalmente di proprietà pubblica e spina dorsale del sistema Mittelstand, è entrata nel mercato del debito greco assicurando il rollover del debito altrimenti negato dalle banche private, dovendosi quindi esporre per tutto l'ammontare di debito che le altre banche non si rifinanziavano.

Infine attraverso crescenti saldi TARGET2³⁵ presso la Bce, la Germania –ma in realtà tutti i paesi virtuosi- hanno continuato ad alimentare la loro posizione creditizia. Dopo lo scoppio della crisi, il boom di vendite di titoli di stato PIGS ha fatto esplodere i saldi TARGET2 riflettendo come le banche tedesche non volessero più utilizzare i surplus di riserve -ottenuti grazie all'export delle imprese manifatturiere teutoniche- per comprare debito mediterraneo, mettendo pertanto sotto stress gli attivi delle banche centrali nazionali dei paesi del sud. Inoltre, una crescente fuga di capitali messa in atto dai risparmiatori dei paesi PIGS combinata ad una recessione economica interna hanno contemporaneamente ridotto i depositi in conto corrente e reso insofferenti molti crediti, mettendo sempre più sotto pressione i bilanci delle banche commerciali dei paesi del sud, le quali si trovavano ad avere attivi sempre più fragili. Il tutto amplificato dall'impossibilità delle banche centrali di aiutare gli istituti di credito in difficoltà, avendo anch'esse meno risorse a disposizione a causa della minore appetibilità dei titoli governativi sui mercati finanziari, e rendendo pertanto necessaria l'introduzione di piani di ricapitalizzazione –volontaria o forzata in forma di *bail-in*- da parte di azionisti e/o obbligazionisti e/o correntisti.

Ad alimentare ulteriormente gli squilibri vi era l'incapacità dei paesi del sud di riequilibrare i saldi nello stesso modo in cui si erano formati, ossia esportando beni reali verso le economie del nord.

Tutto ciò ha richiesto, quale ultima spiaggia per evitare un'implosione del sistema, interventi massicci da parte della Bce per acquistare titoli dei paesi mediterranei e riequilibrare un mercato in cui la mano invisibile aveva forse allentato la presa.

In conclusione, il sistema TARGET2, riflettendo come la Germania rimanga il principale creditore e come il rischio mediterraneo sia stato semplicemente trasferito da un pool di organi privati ad un organo pubblico, concretizza l'eventualità che le future decisioni relative alla crisi vengano prese tra Bundesbank e Bundestag, lasciando poco spazio alle volontà degli esecutivi dei paesi in crisi.

Sarà forse nato un *Berlin- Frankfurt consensus*? Alla storia l'ultima parola.

³⁵ Sistema di pagamenti interbancario per l'elaborazione in tempo reale dei bonifici transfrontalieri in tutta l'Unione europea. Può essere considerato un buon indicatore di come i capitali si muovano all'interno dell'eurozona. Per un'illustrazione esaustiva del sistema TARGET2 si consiglia la lettura di Cecchetti, McCauley e McGuire (2012)

SEZIONE IV

LE DUE CRISI A CONFRONTO

GEMELLE DIVERSE.

Come mette in evidenza Ugarteche (2014), due importanti differenze contraddistinguono la relazione tra le due crisi: rapporto debito/PIL e inflazione.

Infatti, benché entrambe le crisi abbiano avuto molti elementi in comune tra le cause che le hanno scatenate (si veda quanto esposto nei due capitoli precedenti), due degli indicatori macroeconomici fondamentali che caratterizzano lo stato di un'economia lasciano spazio a importanti differenze.

Tutti i paesi dell' America latina sono stati caratterizzati durante gli anni ottanta da rapporti debito/PIL molto più bassi rispetto a quelli europei e da tassi di inflazione elevatissimi che talvolta sfociavano in episodi di iperinflazione. Al contrario, i paesi dell' Europa mediterranea hanno visto negli anni della crisi rapporti debito/PIL alle stelle e tassi di inflazione tanto bassi da trasformare episodi di disinflazione in fenomeni deflattivi.

Per quanto concerne la crescita dei prezzi, l'importante differenza è da ricondursi alla presenza di un'unione monetaria nel caso della crisi europea.

Infatti per le economie latinoamericane, nonostante il debito fosse denominato in dollari e quindi i pagamenti di interessi e *principal* erano da effettuarsi in quella valuta, residuava comunque il meccanismo della svalutazione competitiva della moneta nazionale per dar respiro alla bilancia commerciale e al saldo primario (Ramos Francia 2014, p.46). Ma la teoria macroeconomica ci ricorda che questo strumento non è un incantesimo che può risolvere problemi strutturali ma semplicemente un dispositivo d'emergenza per evitare conseguenze nefaste quando non necessarie. Nei casi in cui infatti vi sia la compresenza di una crisi di bilancio -venuta a galla magari per effetto di shock esogeni- e di un importante aumento del rischio paese che rende il governo incapace di prendere a prestito dai mercati per finanziare il disavanzo, una via di fuga per evitare l'implosione del sistema paese potrebbe essere la monetizzazione del disavanzo stesso. La crescita della moneta e la collegata diminuzione del tasso di interesse però, aumentando i saldi monetari reali nel breve periodo, portano ad un aumento della domanda di beni. Quest'ultima è spinta anche grazie all'effetto che la diminuzione del tasso di interesse ha sul tasso di cambio, causando un deprezzamento della moneta nazionale e quindi un aumento della domanda estera di beni nazionali. Tutto ciò porta

ad un aumento della produzione, completando così il nesso causale tra crescita della moneta e produzione descritto dalla domanda aggregata. A sua volta, per la legge di Okun, un aumento della produzione è collegato ad un aumento dell'occupazione e quindi ad una diminuzione della disoccupazione. Ma il lettore attento ricorderà sicuramente la relazione di Phillips: una diminuzione della disoccupazione porta a maggior potere contrattuale da parte di lavoratori e sindacati, che negoziano aggiustamenti salariali sempre più al rialzo con il risultato finale che l'impresa –costretta ad accettarli in forza del boom occupazionale e quindi della scarsità di forza lavoro rispetto alla domanda- riesce a coprire tale maggior costo del lavoro solamente aumentando i prezzi e causando in tal modo l'instaurarsi di una spirale inflazionistica. Progressivamente, nel passaggio tra breve e medio periodo, i prezzi si aggiustano fino al punto in cui tutti i proventi iniziali dalla creazione di moneta (=signoraggio) sono neutralizzati³⁶ e l'unico risultato della politica monetaria espansiva è un aumento dell'inflazione. Se arrivati a questo punto la fiducia dei mercati nel sistema paese non si è rinforzata e il governo non è stato in grado di attuare riforme economiche e istituzionali che abbiano ridotto l'iniziale disavanzo, allora l'unica alternativa per contrastare la maggiore inflazione che va erodendo la capacità d'acquisto dei consumatori è paradossalmente stampare moneta e ricominciare il circolo. Si può arrivare a situazioni di iperinflazione in cui, continuando a creare moneta per finanziare il disavanzo, ad ogni giro di boa la moneta stampata vale sempre meno e pertanto la necessità di stamparne aumenta sempre più nella cornice più ampia un meccanismo auto rinforzante. Ovviamente il sistema prima o poi implode e le conseguenze di un'inflazione elevata possono essere tanto pericolose quanto quelle di un debito non sostenibile. Inoltre un'altra conseguenza non desiderabile dall'inflazione elevata è il cosiddetto effetto Tanzi-Olivera, ossia una diminuzione sempre più spinta del gettito reale dalla riscossione delle imposte all'aumentare dell'inflazione; essendo che le imposte vengono rimosse sulla base del reddito nominale passato. Ciò non fa altro che aggravare il deficit di bilancio iniziale che aveva spinto a creare nuova moneta.

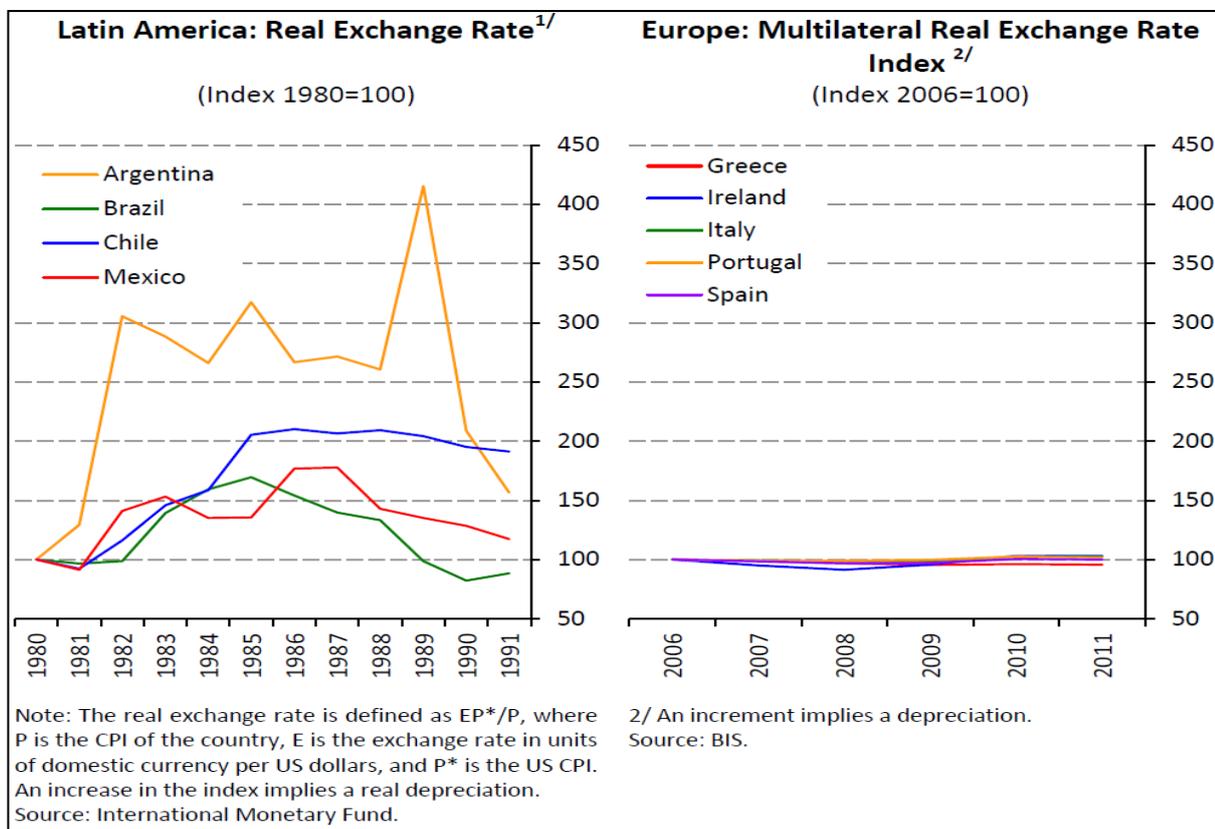
Casi di scuola sono stati l'iperinflazione argentina ed ecuadoriana degli anni ottanta del secolo scorso. La nazione del Cono Sur per uscire dallo stallo adottò negli anni novanta un *currency board* dal simbolico tasso di equivalenza tra un peso argentino e un dollaro americano, che sarà poi una delle principali cause della grande depressione del paese nei primi anni duemila. La nazione andina invece adottò la politica della dollarizzazione quale misura radicale per uscire dall'iperinflazione.

³⁶ Concetto conosciuto anche come neutralità della moneta nel medio periodo.

Diversamente, l'Europa mediterranea ha sperimentato tassi di inflazione prossimi allo zero poiché il meccanismo della svalutazione competitiva era precluso per definizione e per ristabilire l'equilibrio tra nazioni è stato necessario deprimere i salari in modo tale che i prezzi non crescessero e in certi casi, complici la disoccupazione strutturale e il crollo della domanda interna, addirittura diminuissero. Naturalmente questo aspetto rende la risoluzione della crisi mediterranea ancor più complessa che non nel caso latinoamericano, in quanto l'avere uno strumento di politica economica in meno a disposizione rende i *policy makers* ancor meno credibili nel loro *commitment* ad adottare riforme strutturali (Ramos Francia, 2014). Infatti, essendo che l'aggiustamento può essere esclusivamente di natura fiscale e deve per forza passare per il mercato del lavoro, i tempi per ottenerlo si allungano notevolmente in quanto bisogna affrontare l'opposizione di sindacati e lavoratori che una mossa di politica monetaria espansiva tradizionalmente non richiede. Questa relazione tra crescita della moneta, tassi di cambio ed inflazione ben si riflette nel seguente grafico. Si può facilmente osservare come l'estrema volatilità dei tassi di cambio reali sperimentata in America latina sia contapposta a volatilità quasi nulla nel caso mediterraneo.

Figura 15 Andamento del tasso di cambio reale nelle zone interessate dalla crisi.

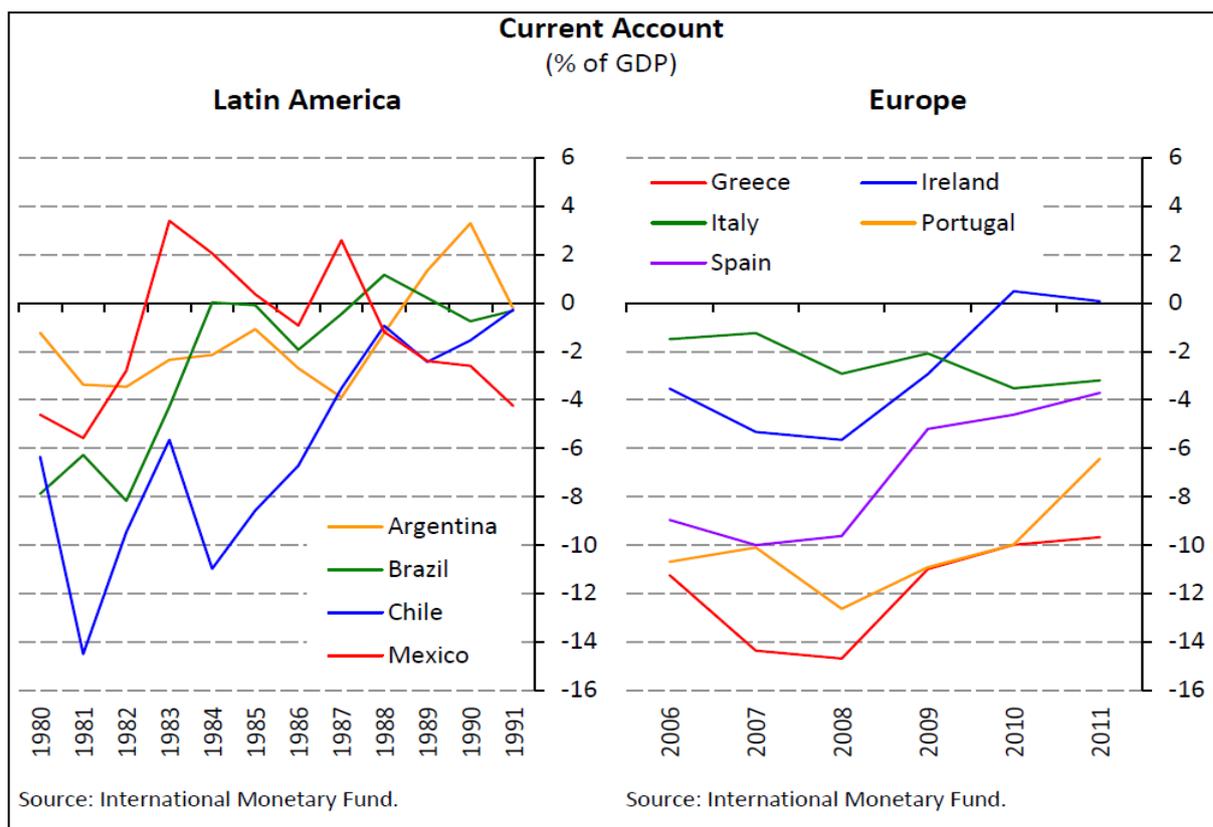
Fonte: Ramos Francia et al, 2014



Questo deficit strumentale che ha caratterizzato la gestione della crisi da parte dei paesi mediterranei ha avuto un chiaro riflesso nelle rispettive posizioni di conto corrente: mentre i paesi latinoamericani riuscirono a ristabilire posizioni di conto corrente favorevoli, i paesi del sud Europa permangono in una situazione di disavanzo che combinata al deficit di bilancio rende il loro debito sempre più rischioso.

Figura 16 Deficit di conto corrente espresso come percentuale del PIL.³⁷

Fonte: Ramos Francia et al, 2014



Per quanto concerne invece i rapporti debito/PIL un dato riportato da Ugarteche è indicativo: in Messico nel 1982 esso era del 46,7% mentre in Grecia nel 2009 di ben il 127%. Ciò a confermare come la finanziarizzazione sempre più marcata dell'economia reale abbia portato a raggiungere livelli di debito insostenibili.

³⁷ Si prega di notare come solamente l'Irlanda abbia ripristinato una posizione di avanzo di conto corrente, non facendo altro che confermare la scelta iniziale di escluderla nella trattazione della crisi europea decidendo invece di concentrarsi esclusivamente sui paesi mediterranei.

L'EUROPA A DUE VELOCITA'.

Sarebbe a questo punto utile proporre delle soluzioni alla crisi europea. La comunità degli studiosi e il gruppo politico europeo si sono sbizzarriti nell'ideare e proporre soluzioni tra le più disparate. Gli europeisti hanno proposto soluzioni finalizzate a risolvere le questioni alla base della crisi europea: da un lato c'è chi ha proposto rimedi natura fiscale quale una politica fiscale unitaria che permetterebbe di allineare così decisioni fiscali a decisioni monetarie, dall'altro c'è chi invece ha optato per soluzioni finanziarie quali l'emissione di titoli del debito sovrano europei, i famosi euro bond. Entrambe le soluzioni sono però a mio parere difficilmente praticabili, poiché in nessun caso i contribuenti tedeschi –e nordeuropei più in generale- accetteranno volontariamente di farsi carico di debiti da loro non contratti.

Vi sono poi soluzioni meno innovative che riproporrebbero strumenti già adottati in passato: c'è chi invoca il default come nel caso del debito argentino del 2001, chi invece una ristrutturazione del debito come si è invece riusciti ad ottenere -dopo ben sette anni di trattative- nel caso della crisi latinoamericana degli anni ottanta.

Ci sono inoltre gli euroscettici più convinti, che invocano un collasso del sistema europeo ed un ritorno alle monete nazionali e all'Europa così com'era prima dell'unione.

Infine vi è una soluzione già proposta nel lontano 1994 da Wolfgang Schäuble –attuale ministro delle finanze tedesco- e Karl Lamers; ripresa oggi in un'ottica parzialmente diversa alla luce dei problemi emersi con la crisi (Bibow, 2013). Riconoscendo come il progetto europeo abbia fallito non solo nelle sue variabili economiche ma ancor di più nell'ideale originario di annullare gli attriti tra paesi europei, tale teoria è al tempo stesso realista e ammette l'impossibilità di tornare ad un'Europa così com'era vent'anni fa, in quanto ad essere cambiato è il contesto globale: il crollo dei comunismi del blocco sovietico ha reso disponibile manodopera a bassissimo costo e l'emersione dei leviatani asiatici non consente più di essere piccoli richiedendo l'unione di risorse e sforzi per rimanere competitivi e mantenere un posto di rispetto nel contesto politico internazionale. Nessun paese europeo, da solo, avrebbe i requisiti per guadagnarsi l'attenzione dei grandi *players*, nemmeno la Germania, che il sociologo tedesco Wolfgang Streeck ha definito come “*troppo grande per essere amata, troppo piccola per essere temuta*”. E' alla luce di ciò che Bibow (2013) propone una scissione dell'Eurozona in due grandi poli basata sulle dinamiche dell'asse franco tedesco. Da un lato vi sarebbe una *Kerneuropa* guidata dalla Germania a cui aderirebbero Austria e Paesi bassi, dall'altro un'Europa mediterranea guidata dalla Francia a cui aderirebbero Belgio, Italia e nazioni iberiche. Ciascuno di questi due nuclei dovrebbe

ricondursi ad un'unione monetaria ispirata all'eurozona attuale, in cui è lasciata libera la scelta di unificare o meno la politica fiscale. A supportare la tesi in esame è invocata la teoria di Mundell secondo cui i requisiti necessari e imprescindibili per costituire un'area valutaria ottimale sono un'elevata mobilità interna dei fattori produttivi e/o l'affrontare i medesimi shock economici, in maniera tale che eventuali squilibri interni vengano risolti attraverso la mobilità dei fattori e/o con politiche macroeconomiche comuni. A tal proposito sono spesso invocati gli esempi degli Stati Uniti e della Svizzera. Gli stati appartenenti al gigante americano, se da un lato affrontano shock differenti – a titolo d'esempio basti pensare la dipendenza della California dai mercati asiatici o la dipendenza del Texas dal petrolio – dall'altro essi vantano un'incredibile mobilità interna tanto del capitale quanto del lavoro, essendo che tutti parlano la stessa lingua ed hanno un background formativo simile. I cantoni della confederazione elvetica invece, seppur estremamente eterogenei a livello linguistico e culturale, soffrono gli stessi shock.

Paradossalmente, le due unioni che nascerebbero dalla disgregazione dell'eurozona sarebbero aree valutarie comuni ancor più ottimali dei due casi precedenti.

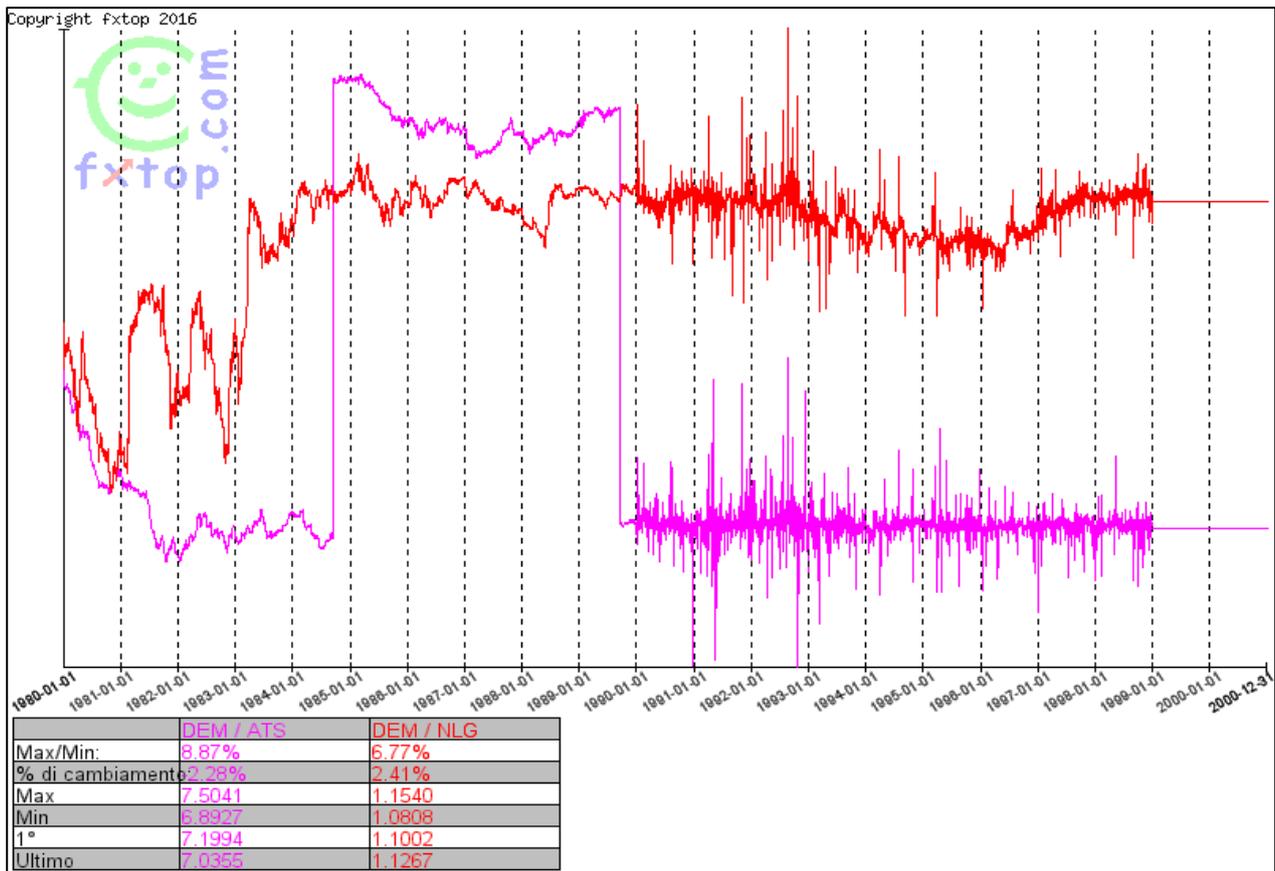
Infatti, Germania, Austria e Paesi Bassi sono storicamente estremamente integrati a livello economico al punto che il principale partner economico degli ultimi due paesi è proprio la federazione tedesca³⁸. Inoltre, questi paesi ben sopporterebbero una valuta comune, essendo che dopo il collasso del sistema Bretton Woods tanto il fiorino olandese quanto lo scellino austriaco furono volontariamente ancorati al marco tedesco. Inoltre, quando all'inizio degli anni novanta lo SME sperimentò una fase di importante instabilità, il tasso di cambio tra le due monete e il marco tedesco si mantenne invece relativamente stabile confermando come anche i mercati fossero convinti dell'elevata interdipendenza reciproca tra le tre nazioni.

³⁸ Nello specifico il principale partner dei Paesi Bassi è il land tedesco della Renania Settentrionale-Vestfalia, mentre quello dell'Austria è il land della Baviera.

Il grafico seguente mostra che la tendenza di lungo periodo dei tassi di cambio esaminati sia stata sicuramente quella della stabilità, pur non essendo mancati episodi di volatilità nel breve periodo.

Figura 17 Analisi comparativa dei tassi di cambio DEM/ATS e DEM/NLG tra 01/01/1980 e 31/12/2000. Moneta di riferimento: DEM.

Fonte: Fxtop.com

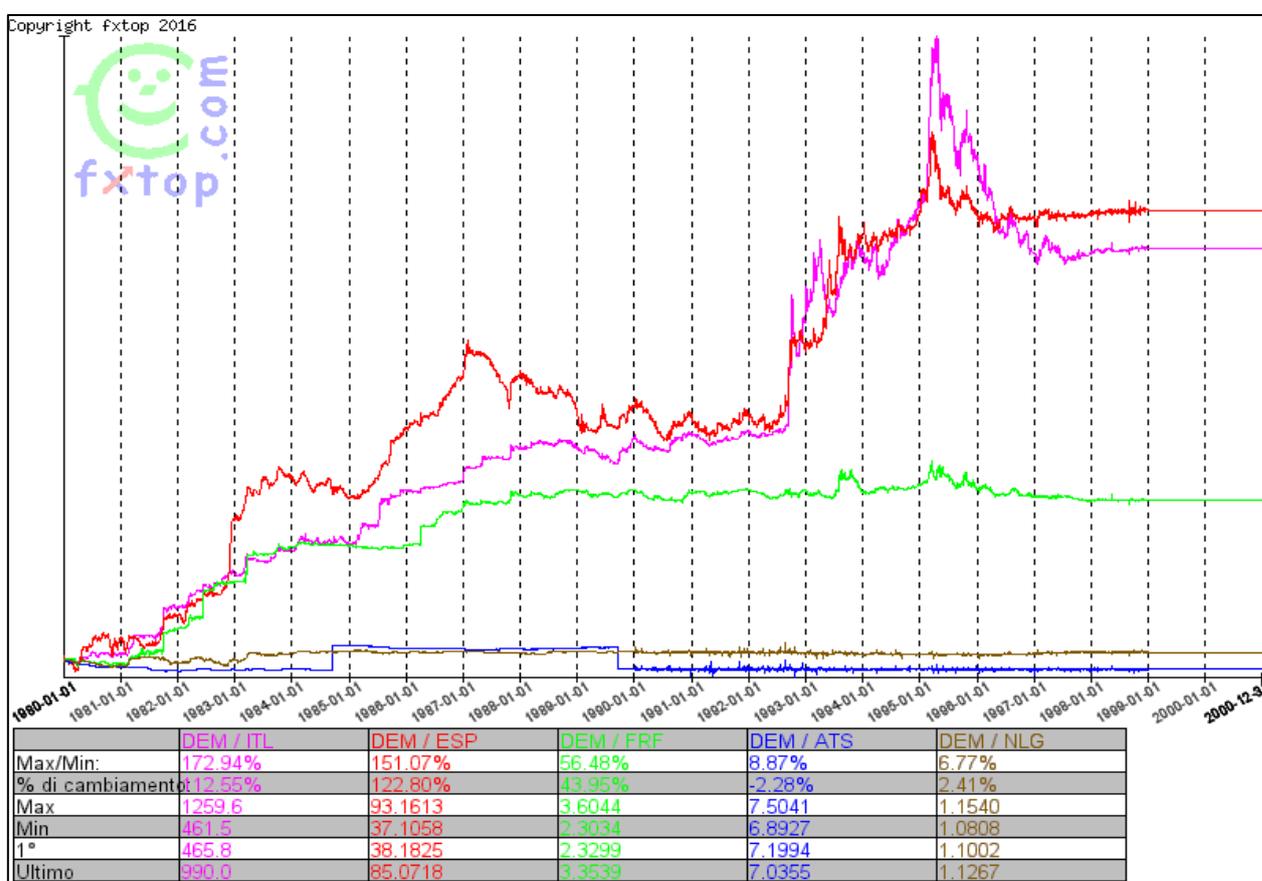


A incrementare la solidità di questa potenziale area valutaria vi sarebbe l'aspetto degli shock affrontati. Infatti il secondo partner commerciale dei Paesi bassi è costituito dalle nazioni europee di lingua francese mentre il secondo partner commerciale dell'Austria è costituito dall'Italia. Accedere ad un'area comune con la Germania permetterebbe a questi paesi di diventare ancor più competitivi nel contesto globale e di aver accesso ad un portafoglio di nazioni partner ancor più diversificato, ammortizzando così eventuali crolli nella domanda dei tradizionali partner. Le tre nazioni condividono problematiche anche di natura non strettamente economica: i länder della Germania settentrionale e i Paesi bassi dovranno nel futuro affrontare la grande sfida dell'innalzamento del livello del mare del Nord dovuto al riscaldamento globale e allo scioglimento delle calotte polari, dall'altro lato l'Austria e la

Baviera dovranno invece imparare a gestire la crisi dei profughi mediorientali ed africani in arrivo dal sud Europa e a organizzarne gli arrivi. Gli eventi dell'estate 2015 nelle stazioni centrali di Vienna e Monaco non fanno altro che confermare queste ipotesi.

Le ragioni per l'unione non finiscono qui: un mercato del lavoro fortemente simile, due lingue nazionali mutualmente intelleggibili, sistemi educativi affini con un'importante spazio lasciato alla formazione professionale e l'adozione del modello di governance duale renderebbero la mobilità interna dei lavoratori paragonabile a quella americana, il tutto avvantaggiato dal fatto che proprio questi tre paesi – insieme alla Svizzera- presentano i tassi di proprietà della casa più bassi di tutti i paesi OCSE, rendendo quindi ancor più agile lo spostamento interno imposto dalle fluttuazioni del mercato del lavoro. Per convincere anche il lettore più dubbioso, si riportano gli andamenti dei tassi di cambio tra marco tedesco e scellino austriaco, fiorino olandese, franco tedesco, lira italiana e peseta spagnola. Si evince chiaramente come l'elevata stabilità di lungo periodo dei primi due sia contrapposta all'estrema volatilità degli ultimi tre, supportando la tesi dell'Europa a due velocità.

Figura 18 Analisi comparativa dei tassi di cambio DEM/ATS, DEM/NLG, DEM/ITL, DEM/ESP, DEM/FRF tra 01/01/1980 e 31/12/2000. Moneta di riferimento: DEM Fonte: Fxtop.com



CURRENT OUTLOOK.

Se la crisi europea è ancora lontana da una soluzione definitiva, guardare alla storia potrebbe mettere in guardia le istituzioni europee per quanto concerne gli sviluppi futuri della crisi mediterranea. Le due crisi del debito sovrano, come analizzato, hanno condiviso molti aspetti riguardanti le cause e l'approccio delle istituzioni internazionali e sovranazionali, mentre si sono distinte principalmente negli strumenti che i governi debitori avevano a disposizione per la loro risoluzione. A più di un quarto di secolo di distanza dall'introduzione del Brady plan, è lecito ripercorre brevemente alcune conseguenze di medio-lungo periodo che hanno influenzato l'America latina.

Innanzitutto, il ruolo preponderante che gli US hanno avuto nella gestione della crisi ha portato a forti sentimenti di antiamericanismo in tutto il continente, che hanno raggiunto le conseguenze più nefaste con la rivoluzione chavista della metà degli anni novanta in Venezuela e con il default argentino del 2001 e la causa degli holdouts, non casualmente tenutasi in un tribunale di New York, che ha visto l'Argentina contrapposta per più di un decennio ai creditori che avevano rifiutato pagamenti ridotti del debito.

Le istituzioni nazionali di quasi tutti i paesi latini sono state messe a dura prova e la fiducia dei cittadini in esse ha raggiunto record negativi, anche a causa dei numerosi scandali di corruzione che le hanno interessate, degenerando in certi casi in vere e proprie guerre civili come gli scontri tra cartelli della droga e istituzioni nazionali che hanno minato la competitività e lo sviluppo di molte nazioni, Messico e Colombia in primis.

Insicurezza dovuta alla criminalità e disuguaglianze sociali crescenti dovute a un *welfare state* sventrato dalle riforme di austerità fiscale hanno portato a conoscere il decennio degli anni ottanta in America latina come la *decada perdida*, in cui il debito non era più solamente economico ma ad esso si era affiancato un debito di natura sociale (Perez Sanchez 1995, p.255).

Tutto ciò ha portato a una crisi migratoria con un'escalation impressionante del volume di persone che scappavano verso gli Stati Uniti: tra il 1980 e il 1990 la presenza messicana negli Stati Uniti è aumentata del 95% al punto che nel 2014 il 16,9% della popolazione residente negli Stati Uniti era di origine ispanica.³⁹

³⁹ Dati dell' United States Census Bureau.

Le somiglianze con il sud Europa sono anche in questo caso molte: il sud Italia ostaggio della criminalità organizzata e della corruzione che ormai costituisce la regola e non più l'eccezione, la crisi dei migranti mediorientali in Grecia, la popolazione mediterranea in Germania aumentata del 19% dal 2008 al 2015 con più di 195.500 nuove unità residenti.

Con riguardo a quest'ultimo punto, ancor più spaventa il fatto che la maggior parte di questi migranti mediterranei non è costituita dai *campesinos* messicani che migrano verso gli US, bensì da professionisti spesso con un alto grado di istruzione e formazione. Il 31 dicembre 2015 risiedevano in Germania 596.127 italiani, pari alla popolazione di una città come Düsseldorf o Stoccarda. Tra il 2011 e il 2015 –fase più acuta della crisi- la popolazione greca residente in Germania è aumentata del 19,82%, quella italiana del 14,6%, quella spagnola di ben il 41,5% e quella portoghese del 16%; mentre la popolazione turca residente –che storicamente ha costituito il più folto gruppo di immigrati nella confederazione tedesca- è diminuita di più del 6% nel medesimo intervallo di date⁴⁰.

Dato ancor più allarmante è che oramai siamo vicini al sorpasso: al 31 dicembre 2015 l' 1,5% della popolazione residente in Germania era di origini mediterranee e l' 1,8% di origini turche, con casi estremi come quello di Monaco di Baviera dove il 4,35% della popolazione proviene da paesi PIGS mentre solo il 2,57% è di origine turca⁴¹, tanto che i tedeschi definiscono la metropoli bavarese come la città più settentrionale dell'Italia invece che come la città più meridionale della Germania.

Il sospetto che la crisi dei PIGS abbia giocato un ruolo fondamentale nelle dinamiche migratorie intra unione sembra insomma essere più che fondato. La domanda che tutti dobbiamo porci non è quale effetto abbiano questi correnti migratorie per la Germania, paese che tra qualche decennio si prevede attraverserà un'importante crisi demografica e pertanto ben accoglie manodopera istruita nelle proprie aziende, bensì quali conseguenze avrà tutto ciò per i paesi mediterranei. Basti pensare che il 43% degli italiani residenti in Germania ha tra i 20 e i 45 anni: più di 256.000 lavoratori che con i loro contributi invece che alimentare il sistema previdenziale italiano sostengono il *welfare state* tedesco.

⁴⁰ Secondo dati del rapporto *Ausländische Bevölkerung - Fachserie 1 Reihe 2 - 2015* dello Statistisches Bundesamt

⁴¹ Secondo dati del comune di Monaco

BIBLIOGRAFIA

- ARDAGNA, S., CASELLI, F., 2014. The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6 (4), 291-323
- BARRIOS, S., et al., 2009. *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*. Economic Papers, European Commission
- BENOIT, B., 2008. Germany sees an end to US hegemony. *Wall Street Journal* [online]. Disponibile su < <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a8ab34ea-8b63-11dd-b634-0000779fd18c.html#axzz48uCCiGe6> > [Data di accesso: 17/05/2016]
- BIBOW, J.,
 - a) 2012. *The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma*. Working papers, Levy Economics Institute of Bard College
 - b) 2013. *Germany and the Euroland Crisis: The Making of a Vulnerable Heaven*. Working papers, Levy Economics Institute of Bard College
- BOUGHTON, J.M., 2001. *Silent Revolution. The International Monetary Fund 1979–1989*. IMF Washington, IMF Volumes
- CECCHETTI, G.S., MC CAULEY, R.N., MC GUIRE, P.M., 2012. *Interpreting TARGET2 balances*. Working papers, Bank for international settlements.
- CLARK J., Winter 1993-1994. Debt reduction and market reentry under the Brady plan. *Quarterly review of the Federal Reserve Bank of NY*, 18 (4), 38-62
- DALL'ERBA, S., HAUSMANN, R., PANIZZA, U., 2013. *Debt Levels, Debt Composition, and Sovereign Spreads in Emerging and Advanced Economies*. Working papers, Center for International Development ad Harvard University
- DELVIN, R., FFRENCH-DAVIS, R., 1995. The great Latin America debt crisis: a decade of asymmetric adjustment. *Revista de Economia Politica*, 15 (59), 117-142
- DEUTSCHE BUNDESBANK,
 - a) October 2008. Germany's international investment position since the beginning of monetary union: developments and structure. *Monthly report of the Deutsche Bundesbank*, 60 (10), 15-32
 - b) 2014. *Financial stability review 2014*
 - c) 2015. *Financial stability review 2015*
- DUSTMANN, C., et al., 2014. From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy. *Journal of economic perspectives*, 28 (1), 167-188

- EDWARDS, S., 1985. *The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets: An Empirical Analysis of Developing Countries' Foreign Borrowing*. Working papers, The National Bureau of Economic Research
- ELLIOT, L., 2011. Global financial crisis: five key stages 2007-2011. *The Guardian* [online]. Disponibile su < <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages> > [Data di accesso: 16/05/2016]
- FREUND, C., WARNOCK, F., 2007. *Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They are, the Harder They Fall?*. Working papers, The National Bureau of Economic Research. IN LANE, P.R., 2012. The European sovereign debt crisis. *Journal of economic perspectives*, 26 (3), 49-68
- FRUEHAUF, M., 2011. Deutsche Banken borgen mit Griechenland. *Frankfurter Allgemeine* [online]. Disponibile su < <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/euro-krise-deutsche-banken-borgen-mit-griechenland-15410.html> > [Data di accesso: 29/04/2016]
- GADANECZ, B., 2004. The syndicated loan market: structure, development and implications. *Quarterly review of the Bank for International Settlements*, 75-90
- LANE, P.R., 2012. The European sovereign debt crisis. *Journal of economic perspectives*, 26 (3), 49-68
- LEE S.Y., VENEZIA M.E., 2000. *A primer on Brady bonds*. Fixed income research, Salomon Smith Barney investment bank
- MATTHIJS, M., 2014. Mediterranean Blues: The Crisis in Southern Europe. *Journal of Democracy*, 15 (1), 101-115
- PALMER, J., 1983. The Debt-Bomb Threat. *TIME*, 10 Gen, 42-51
- PETMESIDOU, M., GUILLEN, A., 2015. *Economic crisis and austerity in Southern Europe: threat or opportunity for a sustainable welfare state?*. Research paper, Observatoire social européen
- RAMOS FRANCA, M., et al., 2014. *Heading into trouble: a comparison of the Latin American crises and the Euro area's current crisis*. Working papers, Banco de México
- RUSSEL, G., 1982. We are in an emergency. *TIME*, 20 Dic, 30-42
- SACHS, J.D., 1989. *New approaches to the Latin American debt crisis*. Essays in international finance, Princeton university, department of economics
- SACHS, J., HUIZINGA, H., 1987. *U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis*. Working papers, The National Bureau of Economic Research

- SANCHEZ PEREZ, A., 1995. *Deuda externa de América Latina. Balance de una década (1980-1990)*. Cuadernos de Estudios Empresariales, Universidad Complutense de Madrid
- SOROS, G., 2012. The tragedy of the EU and how to resolve it. The New York Review of Books, 59 (14)
- STATISTISCHES BUNDESAMT, Marzo 2016. Ausländische Bevölkerung. Ergebnisse des Ausländerzentralregisters. *Bevölkerung und Erwerbstätigkeit, Fachserie 1 Reihe 2*
- STREECK, W., 2015. L'egemonia tedesca che la Germania non vuole. *La rivista il Mulino*, 4
- UGARTECHE, O., 2014. Public debt crises in Latin America and Europe: a comparative analysis. *Real-world economics review*, 67, 97-116