

Perché conviene a tutti avere un euro forte

Marcello Minenna*

Come da attese il saldo Target2 (T2) della Bundesbank (BuBa) valica la soglia simbolica dei 1.000 miliardi di euro. Il T2 è un braccio operativo dell'Eurosistema istituito per regolare in maniera efficiente il credito interbancario. Nel tempo è cresciuto in un sistema contabile complesso di debiti e crediti tra banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurozona che intermediano il 90% delle transazioni transfrontaliere tra banche private di diverse nazionalità. Ha vari vantaggi: rischio di controparte minimo, tempi di regolamento rapidi, costi ridotti. Nel sistema T2 le BCN non regolano tra loro le transazioni, ma le iscrivono come poste all'interno del bilancio. I saldi sono dunque debiti/crediti contabili tra BCN, non esigibili, senza scadenza ed attualmente senza interessi.

Il saldo tedesco è lievitato per la liquidità riveniente dall'enorme surplus commerciale provocato dalla fissazione irrevocabile dei tas-

si di cambio tra le ex-valute dei Paesi membri e dagli effetti collaterali delle misure straordinarie della BCE in risposta alla crisi del 2011-2012. Allora i prestiti (LTRO) erogati da Francoforte furono usati dalle banche periferiche per saldare crediti privati verso le banche franco-tedesche ed acquistare i titoli di Stato venduti da queste. Nel frattempo il saldo T2 debitorio di Italia e Spagna è cresciuto (-465 e -393 miliardi rispettivamente), per la contabilizzazione di massicci acquisti di azioni, obbligazioni, fondi comuni lussemburghesi, olandesi e tedeschi da parte del settore privato non finanziario. Paradossalmente, è stato proprio il QE della

BCE a favorire questa fuga di capitali: gli investitori italiani e spagnoli hanno infatti ceduto alle BCN acquirenti i titoli di Stato (che ne hanno de facto nazionalizzato i rischi) e hanno investito all'estero.

I saldi T2 sono dunque segnale di seri squilibri macro-economici che caratterizzano l'Eurozona. Però, anche se potenzialmente di

entità illimitata, non dovrebbero destare preoccupazione perché Banca d'Italia e BuBa sono solo succursali della BCE.

Le cose cambiano se un Paese dovesse abbandonare unilateralmente la moneta unica; le BCN coinvolte si scinderebbero dalla BCE e riacquisirebbero autonomia di bilancio. I debiti/crediti contabili T2 diventerebbero reali.

Il problema per i tedeschi è che non c'è una norma che indichi come procedere. Non è determinato se i saldi debbano essere pagati o solo garantiti, e soprattutto in quale valuta di riferimento. La BCE ha ammesso in più occasioni che i saldi T2 debbano essere "regolati" in Euro, lasciando però dei dubbi interpretativi: infatti i debiti/crediti T2 restano senza scadenza, cioè non esigibili. È sostenibile per esempio che Banca d'Italia possa semplicemente "garantire" con titoli di Stato, valute estere e oro il passivo T2 verso le altre BCN.

Sul tema valuta, i rapporti tra banche centrali sono tradizionalmente fuori dal perimetro della

Lex Monetae che permetterebbe la ridenominazione in nuove lire, marchi o dracma o peseta, e questo confermerebbe la tesi BCE. D'altro canto i conti tecnici su cui vengono regolate le transazioni T2 sono soggetti a legge nazionale. Di conseguenza, non è possibile escludere un tentativo di ridenominazione del Paese uscente in sede legale, che sia creditore o debitore; entrambi infatti ne trarrebbero dei vantaggi perché i debitori potrebbero regolare in divise svalutate, mentre i creditori trasformerebbero il credito in una nuova valuta più forte dell'Euro. In questo scenario caotico il valore volatile delle nuove divise altererebbe radicalmente qualsiasi stima di costo/profitto.

Insomma se un Paese esce o peggio l'Euro si rompe e T2 cessa di esistere, è molto difficile per i tedeschi poter trasformare in crediti reali anche solo una frazione di quei 1.000 miliardi. Le BCN debitrice coinvolte non pagherebbero nulla, mentre è probabile che la BuBa debba registrare perdite consistenti

in bilancio che potrebbero minare la sua reputazione.

Con l'attuale normativa sui saldi T2 insomma, la BuBa ha tutto l'interesse a mantenere in vita l'Eurozona. Sperando che questa evolva in una forma più solidale: se con la riforma del Fondo ESM ci fosse una condivisione sui rischi dei debiti pubblici, i titoli di Stato diventerebbero tutti parimenti rischiosi e ci sarebbe una redistribuzione tra gli investitori europei che sgonfierebbe i saldi T2.

Con un Euro più solido, non ci si dovrebbe preoccupare di chi paga o meno in inverosimili scenari di rottura.

*Economista

Il saldo Target2 (T2) della Bundesbank (BuBa) continua a salire: valicata nei giorni scorsi la soglia dei 1.000 miliardi di euro

SALDO TARGET2 PER I PRINCIPALI PAESI DELL'EUROZONA

