

LEZIONE IV

IL MERCATO MONETARIO E FINANZIARIO ORIGINATO DA BANCHE CENTRALI, GOVERNO, FAMIGLIE E IMPRESE CON GLI INTERMEDIARI FINANZIARI E I SUOI PRODOTTI

1. I soggetti emittenti di prodotti monetari e finanziari. Le Banche centrali e il mercato dei cambi in particolare

Il mercato di prodotti finanziari riguardanti titoli (azionari e obbligazionari e altri titoli di credito), valute e merci fungibili può essere a breve termine, medio o lungo termine, può essere gestito, sul lato dell'offerta da banche e altri intermediari finanziari -fondi di investimento, società di gestione del risparmio, assicurazioni, SIM, ossia società di investimento mobiliare- da trader specializzati e altri operatori professionali individuali, da compagnie industriali e commerciali.

Ci sono quattro tipi di soggetti emittenti di prodotti finanziari: le Banche Centrali, i Governi, le Banche, le Famiglie e le Imprese

Cominciamo con le banche centrali che emettono e comprano e vendono oro che usano come moneta e fanno operare i servizi per la propria moneta e carta ed operano sul mercato aperto, monetario e finanziario

- A) comprando e vendendo sul mercato monetario titoli pubblici e altri titoli a breve termine :con l'acquisto di titoli a breve termine aumentano la liquidità sul mercato monetario e abbassano sui tassi di interesse a breve su tali titoli e quindi sul tasso del mercato monetario e con la vendita la riducono e aumentano il tasso sui titoli a breve e quindi il tasso del mercato monetario
- B) operando sul mercato finanziario con misure monetarie non convenzionali
- che consistono
- B1) nel prestare a medio termine denaro alle banche al tasso vigente della banca centrale, in cambio di prestiti che hanno come garanzia collaterale il debito pubblico, così aumentando i mezzi delle banche per dare crediti e causando la riduzione del tasso di interesse sul mercato finanziario grazie alla riduzione del tasso a medio termine sui titoli del debito pubblico sul mercato secondario
- B2) nel comperare sul mercato secondario in cambio di banconote, debito pubblico, titoli obbligazionari di enti pubblici, di imprese pubbliche di grandi compagnie private considerate solvibili, crediti collaterizzati di società per azioni in modo da causare una riduzione del tasso di interesse sul mercato monetario perché ne aumenta la quantità di offerta di banconote e da generare una riduzione del tasso di interesse che le banche debbono pagare sul mercato secondario per procurarsi denaro per i loro prestiti, in quanto una parte dei crediti che avevano in portafoglio è passato alla banca centrale
- B3) nel comprare a titolo definitivo debito pubblico e breve termine di governi di stati membri in difficoltà allo scopo di evitare la loro insolvenza e il crollo della propria moneta , in cambio di garanzie che essi adottino i miglioramenti a loro richiesti nei saldi del bilancio pubblico e facciano riforme del loro sistema di spese e di entrate e altre riforme, che li risanino
- C) con
- C1) la variazione dei tassi di interesse sui depositi delle banche presso di loro aumentandoli per drenare moneta dal mercato monetario e riducendoli sino a zero e a tassi negativi per sui prestiti a loro in modo da indurre le banche a impiegare il denaro sul mercato
- C2) la variazione dei tassi di interesse a cui le banche prendono denaro da loro, aumentandoli , il che causa una riduzione dei prestiti che le banche chiedono a loro e un rincaro dei tassi che praticano alla clientela o diminuendoli , così da stimolare le banche a chiedere loro prestiti: anche se ciò non accade, ciò genera la riduzione del tasso di interesse sul mercato monetario perché le

banche possono farselo dare dalla banca centrale a prezzo basso invece che ricorrere a offerenti di prestiti a Breve sul mercato monetario.

Vi è, però, una asimmetria fra le azioni di politica monetaria restrittiva e quelle espansive. In quanto le prime sono sempre efficaci perché la disponibilità di mezzi finanziari e una condizione necessaria, per il loro impiego, ma non è una condizione sufficiente. Pertanto se si tolgono mezzi finanziari, le operazioni realizzate vanno ridotte e quelle in progetto vanno annullate o posposte e ridimensionate. Ma se si danno nuovi mezzi finanziari, alle banche e all'economia non è detto che questi li impieghino. Nella teoria keynesiana, che è essenzialmente macro economica e semplificata, si trascura il fatto che la politica monetaria opera nell'economia mediante canali di trasmissione del denaro dalla banca centrale alle banche e da queste e dagli altri intermediari finanziari alle famiglie e alle imprese.

Così si tende a considerare come condizione sufficiente solo quella che nell'economia si voglia investire il denaro che è messo a disposizione dalla banca centrale.

Si tratta di un fenomeno molto importante, ma non è l'unica condizione sufficiente, ma solo quella finale, ve ne sono altre, che riguardano il funzionamento dei canali di trasmissione dal sistema bancaria alle banche e da queste all'economia: il cavallo dell'economia "non beve" non solo quando ha davanti a sé il secchio con l'acqua e non la vuole (o può) bere, ma anche quando l'acqua nel secchio non è arrivata perché il tubo è rotto o intasato.

Mentre se il cavallo non beve nel secchio c'è un problema di economia reale (non necessariamente di politica fiscale non abbastanza espansiva, si può trattare di pressione fiscale eccessiva, di mercato del lavoro rigido, di carenze di infrastrutture e altri malfunzionamenti del mercato), se l'acqua non arriva nel secchio, perché non funzionano i meccanismi di trasmissione bancaria e finanziaria, ci sono problemi di economia monetaria, che riguardano il sistema degli intermediari finanziari e dei prodotti finanziari.

Tuttavia, il ragionamento che si è appena fatto era volutamente semplificato, perché basato sulla dicotomia condizione necessaria ma non sufficiente che è asimmetrica nel caso di contrazione rispetto a quello di espansione, nella ipotesi in cui la politica monetaria della banca centrale abbia solo un effetto verticale nella misura, in discesa verso il sottostantesistema di mercati monetari e finanziari.

Ma essa ha anche effetti orizzontali, verso le altre aree monetarie perché ha influenza sul tasso di cambio della propria moneta sulle altre.

Un ribasso del tasso di interesse della Banca centrale che riduce quello del proprio mercato monetario M, genera una convenienza a prendere moneta da esso, da parte degli operatori dei contigui mercati monetari, di altre aree monetarie $N_1, N_2 \dots N_3, N_x$. In altre parole, gli operatori di M esportano capitali a breve termine verso $N_1, N_2, N_3 \dots N_x$ e ciò peggiora il cambio di M verso $N_1, N_2, N_3 \dots N_x$ nella misura in cui esse mantengono invariata la propria politica monetaria e fiscale.

Ciò genera per M uno stimolo economico sul lato della bilancia dei pagamenti, che -però- può non tradursi in aumento della domanda interna di tutto M, se i paesi che vanno in surplus non lo rimetterlo in circolo.

21 Club Monetari internazionali, che controllano i governi e le banche centrali, per garantire il funzionamento del sistema monetario basato sulla moneta convenzionale. Il Fondo Monetario Internazionale e Banca dei Regolamenti Internazionali

Al vertice del sistema delle Banche centrali e dei governi che emettono moneta vi sono due club monetari con compiti specifici

- lo IMF, International Monetary Fund, Fondo Monetario Internazionale (FMI) che regola il sistema basato sulla moneta convenzionale e interviene sui singoli membri per assicurarne il funzionamento
- la BRI, Banca dei Regolamenti Internazionali che provvede a regolare i rapporti di debito e credito fra le banche centrali che ne fanno parte ed esercita anche compiti di informazione e collegamento fra loro.

Il Fondo Monetario Internazionale, (Tavola 1) con sede a Washington, creato nel 1944, a Bretton Woods, sobborgo di Washington, fra gli stati alleati degli USA e ratificato nel 1955, con entrata in vigore nel 1946, è un club con compiti di equilibrio monetario internazionale, in regime di economia

TAVOLA 1
PRINCIPALI STATI MEMBRI DEL FONDO MONETARIO, LORO QUOTE DI PARTECIPAZIONE E PESO DI VOTO

Stato membro	Quota: milioni di DPS	Quota(%)		Numero divoti	Percentuale di voti
Arabia Saudita	9,992.6	2.13		70,595	2.81
Australia	6,572.4	1.40		33,104	1.32
Belgio	6,410.7	1.37		46,792	1.86
Brasile	11,042.0	2,35		111,874	2,25
Canada	11,023.9	2.35		111,630	2,25
Cina	30,482.9	6.49		306,283	6,16
Corea del Sud	8,582.7	1.83		34,404	1.37
Francia	20,155.1	4.29		203,005	4.09
Germania	26,634.4	5.67		267,798	5.39
Giappone	30,820.5	6.56		309,659	6.23
India	13,114.4	2.79		132,598	2.67
Italia	15,070.0	3.21		152,154	3,06
Messico	8,912.7	1,90		36,997	1.47
Paesi Bassi	8,736.5	1,86		52,364	2.08
Regno Unito	20,155.1	4.29		203,005	4.09
Russia	12,903.7	2.75		130,491	2.63
Spagna	9,535.5	2,03		40,974	1.63
Stati Uniti d'America	82,994.2	17.68		831,396	16.73
Svizzera	5,771.1	1.23		35,325	1.40
Indonesia	4,648.4	0.99		47,938	00,96

di libero scambio cambio, tendenzialmente di mercato, originariamente composto di 29 stati, fra i quali l'Italia, che ne include 189 sui 193 facenti parte delle Nazioni Unite.

Ciascuno stato apporta una quota in valuta, proporzionata alla sua capacità finanziaria e alle decisione dei membri senior del club, che non ne vogliono perdere il controllo. Il totale è 668 miliardi di dollari.

Gli USA hanno la quota maggiore, il 17,68%; ma gli stati dell'euro zona, assieme sommati, hanno una quota maggiore, il 18,43%. Il Regno Unito ha il 4,29% mentre il Canada ha il 2,35%. Assieme sommati i paesi dell'EMU, più gli Usa hanno il 36,11%. Sommando ad essi Regno Unito e Canada si raggiunge il 42,74%. Aggiungendo Svizzera e Canada i paesi di cultura occidentale arrivano al 45,47%. Solo con il Giappone, che ha il 6,46% essi arrivano alla maggioranza assoluta delle quote, Il FMI (IMF, in inglese) ha anche una limitata capacità di emissione di moneta cartacea, denominata SDR, Special Drawing Rights, Diritti Speciali di Prelievo, che è stata autorizzata per 204 miliardi di

SDR, pari a circa 290 miliardi di dollari.

Ad esse, il FMI aggiunge una capacità di prendere a prestito risorse finanziarie autorizzata per 182 miliardi di SDR, pari a circa 254 miliardi di dollari e accordi di prestito bilaterali con stati membri volontari, che attualmente raggiungono i 280 miliardi di SDR, ossia circa 400 miliardi di dollari.

Nella Tavola 2 indichiamo le principali banche centrali che emettono valute che fanno parte del FMI.

Le Banche Centrali delle Unioni monetarie, come la BCE, non sono rappresentate dal Governo dell'Unione, che, fra l'altro, per l'Unione Monetaria Europea è l'Unione Europea, non essendovi né un governo né un parlamento dell'Eurozona, ma sono rappresentati dagli stati le cui banche centrali fanno parte della Banca Centrale del Club.

Gli stati membri del Fondo Monetario debbono sottostare alla sua vigilanza e debbono rispettare determinate regole, per quanto riguarda l'uso del loro potere monetario e il loro rapporto con le proprie banche centrali.

Possono chiedere il suo intervento finanziario, per sovvenire a problemi di liquidità e di solvibilità dei propri governi, delle proprie banche centrali, dei propri sistemi bancari e delle proprie bilance dei pagamenti. In cambio di tali sostegni finanziari però debbono accettare le condizioni che il Fondo Monetario loro impone, al fine del loro risanamento: queste spesso sono piuttosto dure e non sempre bene costruite.

Ad esempio, il Fondo Monetario Internazionale che pure si presenta come un alfiere dell'economia di mercato, spesso suggerisce ricette che sono con essa in contrasto, come quella di una pesante tassazione patrimoniale degli immobili, che risentono dell'ideologia di Keynes, basata sulla "eutanasia del risparmiatore"

L'organo collegiale più ampio del Fondo Monetario è il Consiglio dei Governatori, che consiste di un governatore e di un sostituto governatore per ogni stato membro, che generalmente proviene dalla sua Banca Centrale o dal suo Ministero delle Finanze e che si riunisce una volta all'anno. Da esso viene eletto il Comitato Monetario e Finanziario composto di 24 Governatori, che si riuniscono due volte all'anno. Il Comitato esecutivo composto di 24 membri, presieduto dal direttore generale, svolge l'attività operativa mediante il suo staff di 2700 esperti e funzionari delle varie nazionalità rappresentate.

COMPITI DEL FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE

Lo IMF ha i seguenti compiti

I) promuovere la stabilità dei cambi fra le varie monete

II) sorvegliare le dinamiche monetarie e finanziarie delle varie aree monetarie e provvedere assistenza finanziaria ai paesi che hanno gravi difficoltà finanziarie riguardanti le bilance dei pagamenti e il debito pubblico, stabilendo -in cambio dei prestiti- un programma di aggiustamento ossia risanamento;

III) promuovere la cooperazione monetaria internazionale e l'espansione della liberalizzazione degli scambi valutarie e dei sistemi di pagamenti multilaterali

IV) monitorare gli aspetti economici, monetari e finanziari della dinamica economica mondiale mediante il World Economic Outlook e, pubblicato periodicamente e mediante i Regional Economic Outlooks, monitorare la stabilità finanziaria mondiale mediante il Global Financial Stability Report e gli sviluppi delle finanze pubbliche dei vari stati del mondo, mediante il Fiscal Monitor.

Maggiori beneficiari di prestiti condizionati a programmi di ristrutturazione.

Portogallo, Grecia, Ucraina e Pakistan (31 luglio 2016)

Maggiori beneficiari di prestiti precauzionali: Messico, Polonia, Colombia e Marocco (9 agosto 2016)

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) ovvero Bank of International Settlements (BIS) , che esiste dal 1930 ed ha sede a Basilea è una Banca delle Banche Centrali strutturata come società per azioni , con un Consiglio di amministrazione e un direttore generale. Le sue azioni possono essere sottoscritte solo da Banche Centrali o da istituti da esse designate. Ne fanno parte, al giugno 2016, 60 banche centrali di vari paesi, che insieme rappresentano il 95% circa del PIL mondiale.

TAVOLA 3

BANCHE CENTRALI E AUTORITÀ MONETARIE MEMBRI DI BRI

Algeria, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria,
 Belgio, Bosnia ed Erzegovina, Brasile, Bulgaria,
 Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea, Croazia,
 Danimarca, Emirati Arabi Uniti, Estonia,
 Filippine, Finlandia, Francia,
 Germania, Giappone, Grecia, Hong Kong SAR,
 India, Indonesia, Irlanda, Islanda,
 Israele, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo,
 Malaysia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda,
 Paesi Bassi, Perù, Polonia, Portogallo,
 Regno Unito, Repubblica Ceca, Repubblica di Macedonia, Romania, Russia,
 Serbia, Singapore, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera,
 Thailandia, Turchia e Ungheria,
 BCE

La BRI promuove la cooperazione fra le banche centrali. Essa opera come regolatrice dei parametri patrimoniali che debbono avere le banche per erogare il credito. Come agente o mandataria nei pagamenti fra banche centrali che le vengono affidati. Come centro di ricerca monetaria e finanziaria delle banche centrali che vi partecipano, che in tal modo si scambiano le informazioni che riguardano l'area finanziaria sotto il loro controllo.

La BRI ha un ruolo fondamentale nella creazione di moneta perché stabilisce i parametri patrimoniali che le banche debbono avere, in rapporto al credito che esse generano; e- come si è visto- il credito che esse erogano contribuisce in modo determinante, anche se non esclusivo, alla creazione dei depositi bancari, che danno luogo alla moneta bancaria M_1 ed M_2 . Tali parametri, noti come Basilea 1, Basilea 2 e Basilea 3, in relazione al loro ordine cronologico, sono stati resi via via più esigenti, per evitare che le banche diano un credito sproporzionato alla capacità di far fronte agli impegni con i creditori, così come è accaduto nel 2007-2009 (Cfr. Lezione VI).

TAVOLA 4

BASILEA 3 SCHEMA DI REGOLAMENTAZIONE INTERNAZIONALE PER IL RAFFORZAMENTO DELLE BANCHE E DEI SISTEMI BANCARI

Uno dei principali fattori che ha reso così grave la crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007 è stato che i sistemi bancari di numerosi paesi presentavano un'eccessiva leva finanziaria in bilancio e fuori bilancio che si era accumulata nel corso degli anni precedenti. Ciò si era accompagnato a una graduale erosione del livello e della qualità della base patrimoniale. Inoltre, numerose banche detenevano riserve di liquidità insufficienti. Il sistema bancario non era quindi in grado di assorbire le conseguenti perdite sistemiche sull'attività di negoziazione e su crediti, né di

far fronte alla “re-intermediazione” di ampie esposizioni fuori bilancio accumulate nel “sistema bancario ombra”. La crisi è stata ulteriormente accentuata dal processo prociclico di riduzione dell’indebitamento e dalle interconnessioni tra istituzioni sistemiche tramite una molteplicità di complesse operazioni finanziarie. Durante la fase più acuta della crisi il mercato ha perso fiducia nella solvibilità e nella liquidità di molti istituti bancari. Le debolezze del settore si sono rapidamente trasmesse al resto del sistema finanziario e all’economia reale, dando luogo a una massiccia contrazione della liquidità e della disponibilità di credito. Il settore pubblico è dovuto intervenire in ultima istanza con iniezioni di liquidità, ricapitalizzazioni e garanzie senza precedenti, esponendo i contribuenti a ingenti perdite. ... La crisi si è estesa anche a un insieme più ampio di paesi in tutto il mondo. Alla luce dell’entità e della rapidità con cui la crisi più recente e quelle precedenti si sono trasmesse a livello internazionale, nonché dell’imprevedibilità delle crisi future, è essenziale che tutti i paesi rafforzino la tenuta dei rispettivi sistemi bancari di fronte agli shock interni ed esterni. ...Il Comitato intende introdurre una serie di riforme sostanziali dell’assetto regolamentare. Esse potenziano la regolamentazione microprudenziale, ossia a livello di singole banche, e contribuiscono in tal modo ad aumentare la solidità dei singoli istituti bancari in periodi di stress. Le nuove regole hanno anche una dimensione macroprudenziale, in quanto affrontano i rischi sistemici che possono accumularsi nel settore bancario, così come l’amplificazione prociclica di tali rischi

Rafforzamento dello schema di regolamentazione globale in materia di adeguatezza patrimoniale

... Le riforme innalzano sia la qualità che la quantità della base patrimoniale e migliorano la copertura dei rischi. Esse prevedono inoltre un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*), che va a integrare i coefficienti patrimoniali basati sul rischio al fine di contenere l’accumulo eccessivo di leva nel sistema bancario e di fornire un presidio supplementare contro il rischio di modello e i possibili relativi errori di misurazione. Infine, il Comitato introduce nello schema patrimoniale una serie di elementi macroprudenziali che dovrebbero contribuire a contenere i rischi sistemici derivanti dal grado di prociclicità e dalle interconnessioni fra istituzioni finanziarie.

Maggiore qualità, coerenza e trasparenza della base patrimoniale

È essenziale che le banche detengano una base patrimoniale di elevata qualità a fronte delle proprie esposizioni di rischio. La crisi ha dimostrato che le perdite su crediti e i relativi accantonamenti riducono le riserve di utili che fanno parte del patrimonio di qualità primaria delle banche. A tal fine, il patrimonio di base (Tier 1) deve essere costituito in misura preponderante da azioni ordinarie e riserve di utili non distribuiti (*common equity*). Questo requisito è rafforzato tramite una serie di principi che possono essere adeguati al contesto delle banche costituite in forma diversa dalle società per azioni (*non-joint stock companies*) affinché detengano livelli comparabili di patrimonio di base di elevata qualità. Le deduzioni dal capitale e i filtri prudenziali sono stati armonizzati su scala internazionale e sono ora generalmente applicati a livello di *common equity* o della componente patrimoniale equivalente nel caso delle *non-joint stock companies*. La quota residua di patrimonio di base deve essere composta da strumenti subordinati che corrispondano dividendi o interessi in modo totalmente discrezionale e non cumulativo e non presentino né una data di scadenza né incentivi al rimborso anticipato. Gli strumenti ibridi innovativi di capitale con un incentivo al rimborso anticipato come clausole di revisione automatica del tasso di remunerazione (clausole di *step-up*)... saranno progressivamente esclusi. Inoltre, saranno armonizzati gli strumenti computabili nel patrimonio supplementare (Tier 2), mentre quelli facenti

parte del Tier 3, che potevano essere utilizzati solo a copertura dei rischi di mercato, saranno eliminati. Infine, allo scopo di migliorare la disciplina di mercato, sarà accresciuta la trasparenza del patrimonio di vigilanza, in quanto dovranno essere rese note tutte le componenti, nonché il loro raccordo dettagliato con le poste del bilancio di esercizio.

3 I governi come emittenti di moneta e di prodotti finanziari

I governi emettono moneta M_3 mediante il loro debito a breve termine e prodotti finanziari mediante il loro debito pubblico a medio e lungo termine. Il debito pubblico, rappresentato da prodotti finanziari, non va confuso con il debito pubblico, secondo la definizione di contabilità economica nazionale che include anche i debiti per rimborsi di imposte, per contratti con imprese e professionisti e per trasferimenti a vari soggetti che, in parte, possono circolare sul mercato.

Inoltre i governi garantiscono debiti di altri operatori, che così diventano obbligazioni semi pubbliche, con cosiddetto «rischio sovrano».

Una parte del debito pubblico si presenta sul mercato primario, all'atto della emissione dei nuovi titoli offerti per il rinnovo di titoli venuti a scadenza e per il debito addizionale che si è formato, nel corso dell'anno, per effetto di deficit di bilancio, che si sono tradotti in pagamenti.

Un'altra parte del debito pubblico si presenta sul mercato secondario, quello in cui circolano i titoli emessi in precedenza.

Sulla dimensione del debito che si presenta sui due mercati, incide in misura molto rilevante, la durata dei titoli emessi.

Sul mercato primario, il volume di titoli che viene offerto, per rinnovo di quelli emessi in precedenza e venuti a scadenza, a parità del loro valore facciale, ha una relazione inversa con la loro durata.

Per i titoli di durata annuale il loro valore facciale e la loro presenza sul mercato primario coincidono. Per i titoli semestrali, il volume annuale che si presenta sul mercato primario è doppio del loro valore facciale; per quelli biennali è la metà; per quelli quinquennali è il 20%, per i decennali il 10% e per quelli ventennali, il 5%.

Sul mercato secondario, vale la relazione inversa i titoli di durata decennale circolano per 10 anni e pertanto il loro valore facciale va moltiplicato per 10, per calcolarne la presenza sul mercato secondario. Quelli con durata di 5 anni circolando per un quinquennio, il loro valore facciale va moltiplicato per 5. Mentre per quelli annuali il valore facciale e il volume sul mercato secondario coincidono, per i titoli semestrali il volume annuo sul mercato secondario si ottiene dividendo per 2 il loro valore facciale.

Va notato che l'andamento delle quotazioni sui due mercati tende ad equilibrarsi, perché i compratori si rivolgono a preferenza al mercato primario o a quello secondario, a seconda della loro vantaggiosità. E poiché si può operare in rete, i valori sui due mercati sono noti simultaneamente e le operazioni di acquisto e vendita possono essere fatte su entrambi i mercati contemporaneamente. E' vero che sul mercato primario opera solo un gruppo limitato di grandi operatori, che sono abilitati a partecipare alle sue aste e che queste non avvengono ogni ed ora giorno ma solo in alcune date, durante l'anno mentre sul mercato secondario si opera continuamente. Ma gli operatori del mercato primario, in gran parte, sono intermediari, che comprano titoli all'ingrosso, per poi piazzarli nei canali distributivi e possono cederli in massa sul mercato secondario se ciò è per loro convenienti.

Gli operatori del mercato secondario sanno che si potenziali acquirenti sul mercato primario non compreranno titoli con rendimenti minori di quelli offerti sul mercato secondario e vi venderanno titoli con rendimenti maggiori di quelli del mercato secondario sin che avranno un margine anche minimo in tali operazioni, sicché i tassi alti del mercato secondario dovuti a eccesso dell'offerta sulla domanda determinano i tassi del mercato primario riducendovi la domanda e quelli alti del mercato primario derivanti da un eccesso di offerta sulla domanda determinano quelli del mercato secondario.

D'altra parte se sul mercato primario vi è una bassa offerta, i tassi di interesse tenderanno a scendere perché c'è una domanda inappagata che si può contentare di una remunerazione minore. Sul mercato secondario affluiranno poche vendite dal mercato primario e i tassi di interesse scenderanno perché ci sarà una domanda inappagata, disposta a contentarsi di tassi minori. I bassi tassi del mercato primario dovuti a una carenza di offerta abbassano quelli del mercato secondario, su cui tale carenza di offerta si ripercuote.

Dato ciò, si desume che:

- a) Un governo che, come quello italiano, pratica una politica di emissione di titoli a media e lunga durata e minimizza la quota di quelli biennali, annuali e semestrali, utilizzandoli soprattutto per la liquidità di cassa, necessaria per la gestione del bilancio, ha un modesto mercato primario e un grosso mercato secondario e pertanto un limitato problema di liquidità, rispetto alla massa di debito pubblico in essere,
- b) Ma tale governo ha anche un grosso onere futuro e un grosso problema di gestione del mercato secondario che può far nascere un elevato rischio di solvibilità, anche se non c'è, sul mercato primario, un rischio di liquidità, ove sul mercato secondario vi siano vendite anomale di titoli italiani dovute a politiche di portafoglio basate sulle liquidazione di attivi in tali titoli, per la percezione di un possibile rialzo dei tassi, che ne abbassa il valore di mercato od ove vi siano vendite allo scoperto, rivolte a far salire le quotazioni, allo scopo di determinare un beneficio per chi compra sul mercato primario o per altre ragioni, anche extra economiche.

Il giudizio degli operatori di mercato sulla rischiosità dell'investimento nel debito pubblico di un dato paese è influenzato in misura molto rilevante dal rapporto debito pubblico/PIL di quel paese e dai suoi trend.

Se il debito pubblico è alto e tende a crescere, il rischio tendenziale già alto tende ad aumentare. Se il rapporto è alto, ma il suo trend è decrescente, il rischio tende a ridursi.

Se il rapporto è relativamente basso, ma tende a crescere vi è un rischio crescente che può diventare alto e molto alto. Se il rapporto è relativamente contenuto e il trend non è di crescita accentuata, il rischio rimane contenuto. Nel primo e nel terzo caso c'è uno stimolo a vendere, se il portafoglio è già grande; nel secondo e nel quarto caso, non c'è uno stimolo a vendere anche se il portafoglio è già grande.

Sul giudizio degli acquirenti e possessori di titoli del debito pubblico di un singolo paese pesa molto la valutazione del suo rendimento e del suo valore attuale e in prospettiva, in rapporto al rendimento e al valore attuale e in prospettiva di quelli di altri stati della medesima area monetaria, per i quali non si frappone la fluttuazione del tasso di cambio, che tende a porre un diaframma che complica il confronto.

Questo divario di rendimento denominato "spread" viene generalmente calcolato con riferimento al

titolo di maggior importanza del paese migliore. Nel caso dell'euro zona, il riferimento è ai Bund decennali emessi dal governo federale della Germania in confronto ai BTP italiani di pari durata della medesima età (ciò per togliere la differenza di valore derivante dal numero di anni che si deve attendere, prima di ottenere il contro valore del titolo venuto a scadenza) .

Se lo spread è di 160 punti base, il BTP decennale di pari età rende lo 1,6% in più del Bund che è considerato un titolo privo di rischio. Lo spread, in questo caso, misura l'intero rischio percepito del BTP , non il suo rischio differenziale, come accadrebbe se il Bund fosse percepito con un titolo con un basso rischio, non come un titolo senza alcun rischio. Il rischio percepito sul mercato non coincide necessariamente con il rischio effettivo, perché questo deriva da una perfetta informazione, mentre, come fra un attimo vedremo, l'informazione nei riguardi dei titoli italiani è deformata da una informazione che li presenta come più rischiosi del vero, a causa dei fattori che verranno spiegati nel § che segue.

Per quanto riguarda i Btp già emessi, lo Stato comunque paga gli interessi pattuiti all'atto dell'emissione, da questo punto di vista non cambia nulla. Ma, come si è spiegato, la variazione dello spread lo Spread influisce sul tasso di interesse sui titoli di nuova emissione sul mercato secondario. E non solo per il rendimento dei BTP, ma anche di tutti gli altri titoli, in quanto affetti dal rischio che lo spread segnala.

L'aumento dello spread ha un effetto negativo per le banche e le altre istituzioni finanziarie che detengono titoli pubblici italiani, come riserva patrimoniale, in quanto queste si deprezzano.

L'inverso accade, se lo spread scende. Inoltre, l' aumento degli spread sui titoli pubblici genera un tendenziale rialzo dei tassi sulle obbligazioni emesse dalle banche e dalle società quotate, posto che anche su di esse ricada l'aumento di rischio percepito che riguarda lo spread sui titoli pubblici.

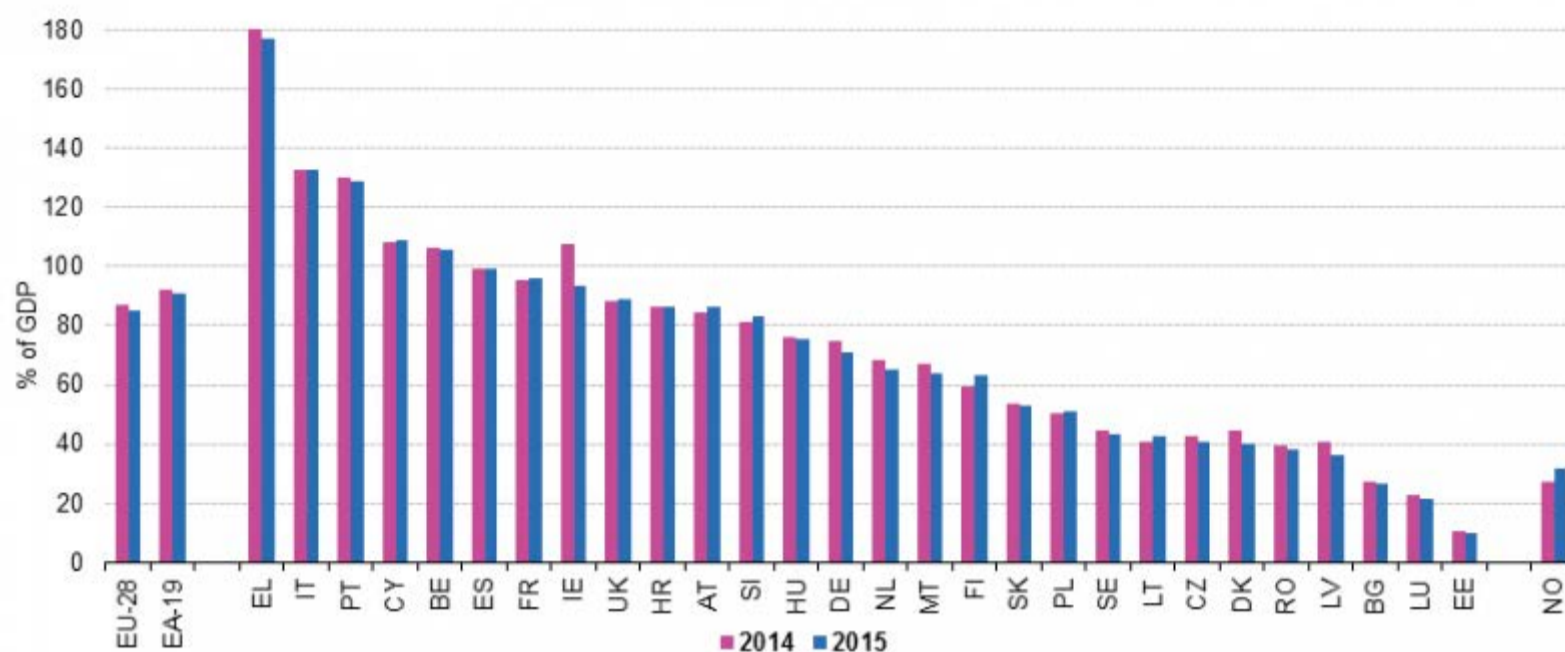
Sul livello del rischio percepito per i titoli del debito pubblico hanno grande influenza le valutazioni effettuate dalle maggiori agenzie di rating, che sono le statunitensi Standard & Poor che ha il 39% del mercato dei rating di titoli di entità private pubbliche e Moody's che ne ha il 40% e Fitch e la canadese (franco- britannica) Fitch che ne ha il 16%.

Tutte e tre queste agenzie possono avere conflitti di interesse dovuti al fatto che, con le loro valutazioni, possono favorire società che sono loro clienti anche per le consulenze finanziarie, che esse fanno estesamente e, soprattutto, possono dare giudizi troppo benevoli o troppo malevoli, in relazione agli effetti che essi hanno sulle politiche di investimento dei soggetti che le controllano, che, generalmente, sono grandi fondi di investimento ed altri grandi operatori finanziari. D'altra parte essendo state accusate di esser state troppo benevole, nelle valutazioni dei mutui immobiliari subprime degli USA e di Lehman& Brothers poi fallita, tendono attualmente ad essere più severe. La loro imparzialità può essere discutibile ma , come si è visto, la stessa banca Centrale Europea ne utilizza le valutazioni per i propri acquisti di titoli privati nelle sue operazioni di QE.

2. Il rapporto debito pubblico/ PIL. Differenza fra quello statistico, quello costituito da prodotti finanziari circolanti sul mercato globale e fra quello interno e quello esterno. Il problema della gestione del mercato secondario, per gli stati membri di una moneta unica.

Come si vede dalla Tavola 4, qui sotto la media del rapporto debito pubblico PIL del 2016 nell'Unione Europea, oramai composta di 28 paesi è l'87% mentre quella dei 19 paesi dell'euro zona è il 93% .

TAVOLA 4 DEBITO PUBBLICO DEI PAESI DELL'UNIONE EUROPEA



Il paese dell'UE con maggiore debito pubblico è la Grecia (EL), che sfiora il 180% nel rapporto debito Pil, seguita dall'Italia (IT) che supera il 130%, seguita dal Portogallo, che supera il 125%, mentre Cipro (CY) è al quarto posto, al di sopra del 100%. Attorno al 100% ci sono il Belgio (BE) e la Spagna (ES), mentre la Francia è sopra il 90% come l'Irlanda (IE), mentre il Regno Unito (UK) e la Croazia (HR) l'Austria (AT) e la Slovenia (SI) sono sopra lo 80%.

Seguono, sotto l'80%, la Germania (DE) mentre Olanda (NL), e Malta (MT) sono sotto il 70%. Al di sotto del 60%, con percentuali via via minori, troviamo la Finlandia (FI), la Slovacchia (SK), la Polonia (PL), la Svezia (SE), la Lituania (LT), la Repubblica Ceca (CZ), la Romania (RO), la Latvia (LV), la Bulgaria (BG), il Lussemburgo (LU), l'Estonia (EE), mentre la Norvegia, che è associata all'Unione Europea ha un rapporto debito PIL inferiore al 40%.

Il rapporto debito PIL nei vari stati del mondo (TAVOLA 5) è molto diseguale, con alcuni paradossi

TAVOLA 5
RAPPORTO DEBITO PUBBLICO /PIL NEL MONDO

Stato	Debito pubblico (% PIL)	Anno di stima
Giappone	226	2013
Zimbabwe	202	2013
Grecia	175	2013
Italia	133	2013
Islanda	131	2013
Portogallo	128	2013
Irlanda	124	2013

Giamaica	124	2013
Libano	120	2013
Sudan	111	2013
Singapore	106	2013
Eritrea	105	2013
Belgio	102	2013
Portorico	97	2013
Spagna	94	2013
Francia	93	2013
Egitto	92	2013
Gran Bretagna	91	2013
Canada	86	2013
Capo Verde	86	2012
Germania	80	2013
Ungheria	80	2013
Giordania	79	2013
Sri Lanka	78	2013
Marocco	77	2013
Austria	76	2013
Malta	75	2013
Paesi Bassi	74	2013
Stati Uniti	72	2013
Slovenia	72	2013
Albania	71	2013
Israele	67	2013
Croazia	66	2013
Uruguay	63	2013
El Salvador	62	2013
Bahrein	61	2013
Serbia	61	2013
Guyana	60	2013

Brasile	59	2013
Siria	59	2013
Finlandia	57	2013
Slovacchia	56	2013
Costa Rica	55	2013
Malesia	55	2013
Pakistan	55	2013
Kenya	54	2013
Ghana	53	2013
Montenegro	52	2012
India	52	2013
Tunisia	51	2013
Malawi	51	2013
Nicaragua	50	2013
Etiopia	50	2013
Filippine	50	2013
Repubblica ceca	49	2013
Polonia	48	2013
Vietnam	48	2013
Burundi	48	2013
Yemen	47	2013
Repubblica dominicana	47	2013
Danimarca	47	2013
Mozambico	47	2013
Laos	46	2013
Thailandia	46	2013
Bosnia-Erzegovina	46	2013
Argentina	46	2013
Sudafrica	45	2013
Costa d'Avorio	45	2013
Tanzania	43	2013

Emirati arabi uniti	42	2013
Svezia	42	2013
Honduras	41	2013
Ucraina	41	2013

Il paese sviluppato a più alto debito/PIL non è la gracile Grecia, ma il ricco e potente Giappone con un rapporto debito /PIL del 245%.

Gli USA, il paese il grande e più ricco del mondo, con la moneta di riserva maggiore del mondo e colossali operatori finanziari ha un rapporto debito/ PIL che supera oramai il 100%.

Il rapporto debito PIL nell'area dei 19 paesi tradizionali dell'Euro zona è salito dal 71% del 2004 al 93% con un aumento di 21 punti in 11 anni, mentre per l'Europa a 29 paesi l'aumento nello stesso periodo è di 26 punti dal 61 allo 87%

3. Articolazione del debito pubblico di mercato e monetario e finanziario ed extra mercato monetario e finanziario. Il caso Italiano

Il calcolo del debito pubblico che viene effettuato ai fini della determinazione del rapporto debito /Pil secondo le regole europee, si riferisce al governo generale ossia include tutti i livelli di governo. Ma nel governo generale, in base ai criteri contabili europei, sono inclusi anche i debiti dei soggetti pubblici di cui il governo abbia il controllo della maggioranza, se i loro ricavi di mercato sono inferiori al 50%, al netto di quelli fra il governo e tali soggetti.

Inoltre sono inclusi nel calcolo tutti i debiti che siano certi ed esigibili sino a quel dato anno, anche se per tali debiti vi è una contro partita, come quelli che i governi europei hanno contratto per contribuire al Fondo Salva Stati e anche se riguardano la propria Banca Centrale, per altro solo quando il governo non ne abbia la maggioranza, in quanto nel caso in cui la Banca centrale sia posseduta dal governo a maggioranza, essi si annullano, perché fra i due soggetti si fa un conto consolidato.

Il debito italiano dello stato sul mercato monetario e finanziario è meno di questo totale come si vede dalla Tavola 6 che fotografa la situazione nel 2011, l'anno in cui scoppiò la crisi del debito pubblico italiano, con lo spread dei BTP decennali salito a oltre 500 punti sui Bund tedeschi decennali di pari scadenza.

TAVOLA6

DEBITO DEL SETTORE STATALE (Gennaio 2011)

DEBITO TOTALE	1688	100%
Titoli di stato	1446	86
Altri debiti pubblici	242	14
<i>Titoli di stato a breve termine</i>	<i>305</i>	<i>18</i>
di cui		
Bot (Buoni Ordinari del Tesoro annuali e semestrali)	140	8
CTZ (Certificati di Credito del Tesoro a zero coupon) a tasso fisso biennali	165	10
<i>Titoli di stato a medio-lungo termine</i>	<i>1240</i>	<i>75</i>
di cui		
CCT (Certificati di Credito del Tesoro) a 7 anni	163	10
BTP (Buoni del tesoro Poliennali)	906	54
BTP Indicizzati in Eu	102	6
Prestiti Esteri	60	4
Ferrovie dello stato	91	
<i>Meno</i>		
Titoli a medio lungo termine posseduti da Banca Italia	9	(stima)
Prestiti esteri e Ferrovie dello Stato	5	
Titoli di stato a medio e lungo termine sul mercato	66	

Nella interpretazione dei dati sulla sostenibilità del debito pubblico, quando il rapporto debito/PIL tende a essere una percentuale superiore all'unità, occorre poi distinguere il debito interno da quello verso soggetti esteri. Un elevato debito interno ha effetti molto diversi da un elevato debito verso l'estero, sia dal punto di vista degli effetti sulla struttura economica e della formazione del risparmio che sulla struttura finanziaria.

Nel caso dell'Italia, la maggior parte del debito pubblico è detenuta da soggetti nazionali residenti in Italia e anche per la quota estera una parte riguarda soggetti nazionali che operano tramite operatori esteri, senza dichiarare tali disponibilità.

TAVOLA 7

POSSESSORI DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO OTTOBRE 2015 IN PERCENTUALE SUL TOTALE

il 7,1% Banca d'Italia
il 30,0% Istituti Finanziari Monetari residenti
il 20,3% altre Istituzioni Finanziarie residenti
il 7,5% altri residenti
il 35,1% non residenti.
“non residenti” può includere anche titoli detenuti da investitori domestici attraverso soggetti non residenti in Italia.

La quota detenuta da soggetti esteri, come si nota è attorno al 35% ed una parte riguarda investimenti esteri di soggetti residenti in Italia .

Il debito estero genera un deflusso di interessi passivi verso l'estero che riduce la disponibilità di mezzi finanziari sul mercato interno, a differenza del debito domestico che genera un deflusso di interessi dal bilancio pubblico ai risparmiatori che controbilancia tale deflusso. Il debito estero genera un peggioramento della bilancia corrente dei pagamenti, che, nel caso di un paese membro di una Unione monetaria, non è controbilanciato da un peggioramento del cambio che potrebbe generare maggiori esportazioni e minori importazioni, perché il cambio è determinato dall'insieme dei paesi dell'Unione monetaria e non dalla situazione di quel paese.

Invece nel caso del debito interno non c'è un effetto sulla bilancia dei pagamenti correnti in quanto il flusso degli interessi sul debito rimane tutto all'interno.

Nel caso di un debito contratto verso paesi esteri non facenti parte della stessa area monetaria, ma esterni ad essa, il danno che può provocare all'economia e alla finanza il deflusso di un grosso ammontare di interessi passivi dal paese indebitato tende a essere maggiore che nel caso di deflusso verso paesi della medesima area. Infatti, il deflusso verso paesi della medesima area monetaria ne lascia inalterato il totale dei mezzi del sistema finanziario, mentre nel caso opposto, ciò non accade.

Si è visto sopra che lo spread fra il tasso di interesse dei titoli decennali del debito pubblico di un

paese a rischio rispetto a quelli del paese considerato sicuro, misurano la percezione del rischio che il possesso di quel debito presenta. Occorre, a questo punto, aggiungere che, il mercato finanziario ha da tempo creato un prodotto finanziario che serve per la protezione dal rischio di default ovvero insolvenza o inadempienza, più o meno grave, che si chiama CDS , ossia Credit Default Swap, con cui ci si “assicura” contro tale rischio mediante la conversione in titoli considerati sicuri o meno insicuri dello stesso tipo, con la medesima scadenza, il quale può essere utilizzato anche per il debito pubblico dei vari paesi.

Il CDS riguardante il debito pubblico di un paese a rischio verso quello di un paese privo di rischio costituisce una misura alternativa allo spread sui titoli decennali, che lo valuta al netto dell'influenza che su quello spread possono avere le politiche della Banca Centrale con le sue misure non convenzionali e da altre variabili, che riguardano i mercati dei titoli del debito a medio e lungo termine che sono in larga misura investimenti di portafoglio, di medio e lungo termine. Quello del mercato dei CDS , che è invece un mercato di titoli di un mercato di titoli a breve termine molto liquido, in cui gli acquisti e le vendite si fanno, in larga misura, per il fabbisogno di assicurazione, che varia di continuo in varie direzioni e per guadagnare sui differenziali con una attività commerciale di speculazione (trading finanziario).