

1390



TUTTI I RISCHI DEL «SUPER EURO»

30 Agosto 2017

**a cura del Gruppo Parlamentare della Camera dei Deputati
Il Popolo della Libertà – Berlusconi Presidente – Forza Italia**

EXECUTIVE SUMMARY

- In data 29 agosto, il rapporto di cambio Euro – Dollaro ha sfondato la soglia psicologica di 1,20 a favore della valuta europea.
- La stampa internazionale ha subito ribattezzato l'evento come l'avvento del “super-euro”, sottolineando l'inarrestabile trend al rialzo della moneta unica nei confronti del dollaro, che potrebbe continuare nell'immediato futuro.
- Le cause del “super-euro” sono da ricercarsi principalmente nei timori legati alla fine imminente del programma di *quantitative easing* da parte della BCE e all'incertezza derivante nel panorama internazionale, con particolare riferimento al terrorismo di matrice islamica e alle tensioni tra Stati Uniti e Corea del Nord.
- In caso di cessazione degli stimoli monetari da parte di Francoforte, l'Italia rischia conseguenze pesanti sui rendimenti dei BTP e, in generale, sulla finanza pubblica.

INDICE

- Il super-euro a quota 1,20
 - ▣ Un rialzo inarrestabile
 - ▣ Le cause del rialzo
 - ▣ Le conseguenze
- Il Quantitative Easing della BCE
 - ▣ Il Tapering
 - ▣ Gli acquisti di titoli di stato italiani
 - ▣ L'effetto sui rendimenti
 - ▣ Gli effetti del Quantitative Easing (QE)
 - ▣ I rischi del QE
- Gli effetti sulla prossima legge di bilancio

IL SUPER-EURO SUPERA QUOTA 1,20

- In data 29 agosto, il rapporto di cambio Euro – Dollaro ha sfondato la soglia psicologica dell'**1,20** a favore della valuta europea, mentre l'indice del dollaro è tornato vicino al valore di **92,00**, ai minimi dal maggio 2016.
- ▣ la forza dirompente dell'euro sembra da diverso tempo inarrestabile, tanto che molti analisti finanziari si chiedono fino a quale soglia possa arrivare la moneta unica nei prossimi mesi.
- Secondo molti analisti specializzati nel mercato dei cambi, la soglia più probabile alla quale il rapporto euro – dollaro arriverà nei prossimi giorni è di **1,25**.

UN RIALZO INARRESTABILE

- Il grafico sottostante mostra l'andamento del rapporto di cambio Euro-Dollaro nell'ultimo anno. Al 29 agosto il guadagno annuale dell'euro è stato pari a **+13,86%** (fonte: *Bloomberg*).



LE CAUSE DEL RIALZO

- La cosa più sorprendente che accompagna questo straordinario trend al rialzo è che questo si sta verificando in un momento in cui l'economia degli Stati Uniti viaggia ai livelli di piena occupazione e, quindi, in un contesto dove il dollaro dovrebbe essere, almeno teoricamente, favorito.
- secondo gli ultimi dati, infatti, il Pil degli Stati Uniti è cresciuto del **+2,6%** nel secondo trimestre del 2017, più del doppio rispetto al **+1,2%** del primo trimestre, con tutte le componenti, dai consumi privati, agli investimenti, all'export, in deciso rialzo.

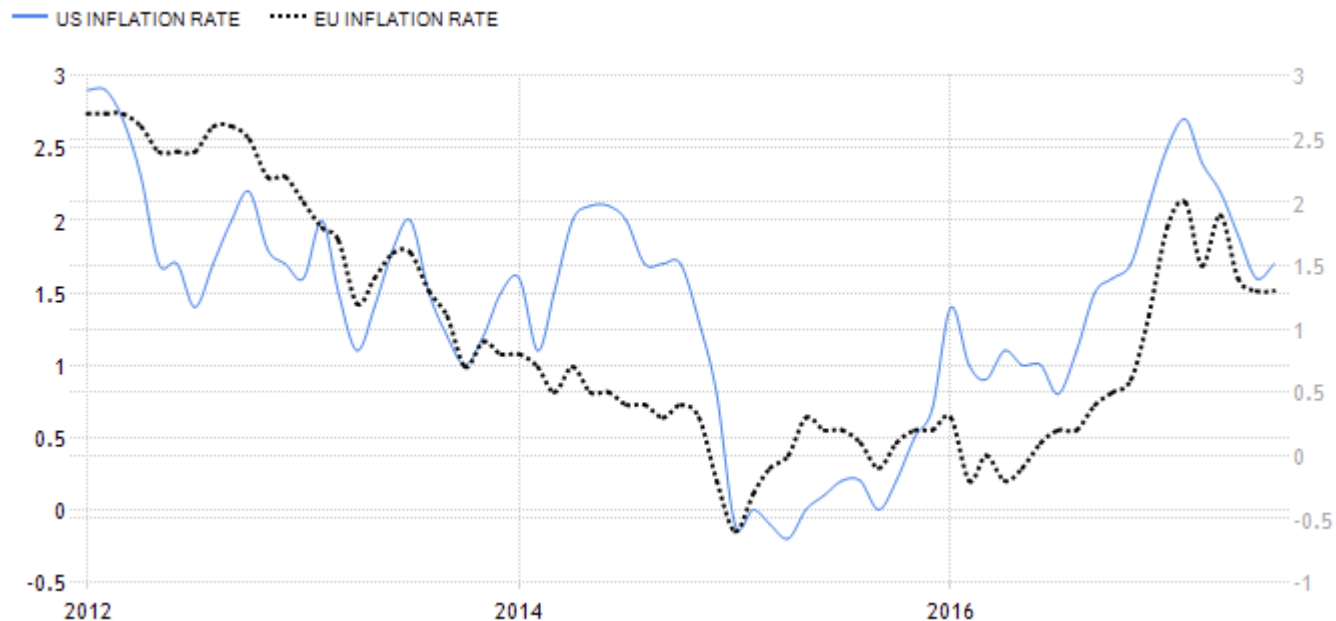
LE CAUSE DEL RIALZO

- Il tasso di disoccupazione statunitense ha inoltre toccato, nel luglio 2017, il **4,3%**, il valore più basso degli ultimi 5 anni, un valore prossimo al livello considerato dagli economisti “di piena occupazione” (grafico sottostante).



LE CAUSE DEL RIALZO

- Per quanto riguarda l'inflazione, l'ultima rilevazione dell'indice dei prezzi negli Stati Uniti è stata pari al **+1,7%**. Un valore ancora lontano da quello desiderato dalla Federal Reserve ma comunque più elevato rispetto a quello registrato nell'Eurozona, dove l'ultima rilevazione è stata del **+1,4%**. Il grafico sottostante compara i 2 andamenti.



LE CAUSE DEL RIALZO

- Il differenziale inflazionistico a vantaggio dell'economia americana suggerisce lo sviluppo di tassi d'interesse più elevati negli Stati Uniti, nonché una politica monetaria più restrittiva, per poter contrastare il maggiore aumento di inflazione rispetto all'Eurozona.
- Effettivamente, i tassi di interesse negli Stati Uniti sono attualmente più elevati rispetto a quelli dell'area Euro, soprattutto dopo i due rialzi attuati dalla Federal Reserve nel 2017, che hanno portato i *Fed funds* all'**1,25%**, ai massimi decennali, dopo che, immediatamente dopo lo scoppio della Grande Crisi del 2008, la FED li aveva portati al minimo storico di **0,25%**.

LE CAUSE DEL RIALZO

- Il grafico sottostante mostra l'andamento dei tassi di interesse negli Stati Uniti negli ultimi 10 anni (Fonte: *Board of Governors of the Federal Reserve System (US)*), con i rialzi degli ultimi mesi.



LE CAUSE DEL RIALZO

- Nell'Eurozona, i tassi di interesse sono ormai a livelli negativi dall'11 giugno 2014.
 - ▣ attualmente, il tasso ufficiale di sconto è al **-0,40%**, il che significa che le banche che depositano il loro denaro presso la BCE, anziché ottenere una remunerazione, devono pagare un costo. Una situazione senza precedenti.
- Secondo la teoria economica, l'attuale differenziale di tassi d'interesse a favore degli Stati Uniti dovrebbe avvantaggiare il dollaro, poiché, garantendo tassi d'interesse più elevati, le attività denominate in dollari permettono guadagni più elevati di quelle denominate in euro.
 - ▣ in questo modo la domanda di dollari dovrebbe aumentare, provocando un apprezzamento del dollaro contro l'euro.

LE CAUSE DEL RIALZO

- Eppure, questo non avviene. Il dollaro continua costantemente a indebolirsi contro l'euro, nonostante il contesto macroeconomico sia a lui favorevole. Perché?
- La risposta è da ritrovarsi non nei dati attuali, ma nelle **aspettative degli operatori** relative al futuro economico e politico delle due macroaree.
- L'aspettativa alla quale gli operatori economici guardano con più timore è quella relativa all'annuncio, ritenuto ormai imminente (prossimo settembre), della **fine della politica di Quantitative Easing** da parte della Banca Centrale Europea e di una possibile, sia pur graduale, normalizzazione (rialzo) dei tassi d'interesse nell'area euro.

LE CAUSE DEL RIALZO

- Se davvero la BCE dovesse decidere per la cessazione degli stimoli eccezionali di politica monetaria, intrapresi a seguito dello scoppio della Grande Crisi per favorire la crescita dell'Eurozona, le aspettative di maggiori tassi d'interesse nell'area euro e di una riduzione della moneta circolante nel sistema renderebbero più appetibili le attività denominate in euro rispetto a quelle denominate in dollari, favorendo così l'apprezzamento dell'euro.

LE CAUSE DEL RIALZO

- Tuttavia, non è solo il rischio di un restringimento della politica monetaria della BCE a spingere l'euro al rialzo.
 - ▣ oltre questa causa, ci sono forti timori legati all'impraticabilità delle politiche fiscali, soprattutto quelle relative al maxi piano di investimenti pubblici, annunciate dall'amministrazione Trump e all'impossibilità di procedere al promesso maxi taglio delle tasse.
 - ▣ inoltre, molti investitori temono possibili conseguenze sull'economia americana a causa del continuo stato di conflittualità presente nella politica americana, sia a livello interno, sia a livello esterno, dove la paura di una eventuale guerra con la Corea del Nord rimane sempre presente, soprattutto dopo l'ultimo lancio di missili da parte del presidente nord-coreano.

LE CONSEGUENZE

- Gli effetti del super-euro sull'economia italiana, e in generale su tutti i paesi dell'Eurozona, sono facilmente prevedibili.
- Il timore principale è legato soprattutto alla possibile diminuzione delle esportazioni di prodotti e servizi europei negli Stati Uniti, per effetto dell'aumento dei prezzi legati all'apprezzamento dell'euro che li rende relativamente più cari.
 - ▣ i paesi fortemente orientati all'export, come Italia e Germania, potrebbero subire un freno alle esportazioni, con conseguenze immediate sulla produzione e, quindi, sulla crescita del Pil.
 - ▣ Al contrario, il super euro contribuisce a mantenere bassa la "inflazione importata", ovvero quella derivante dall'acquisto di prodotti e servizi pagati in dollari (*in primis* il petrolio, le materie prime e le altre componenti energetiche), che in questo momento sono convenienti.

IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

16

- Il *Quantitative easing* (alleggerimento quantitativo) è una politica monetaria espansiva, effettuata dalla banca centrale europea, consistente nell'acquisto sul mercato secondario (quindi non direttamente alle aste del Tesoro) di una grossa quantità di titoli di stato (*sovereign bonds*) e di obbligazioni societarie (*corporate bonds*), al fine di:
 - iniettare nuova moneta nel sistema economico per sostenere la crescita e il mercato del credito.
 - abbassare i rendimenti dei titoli di stato in maniera da ridurre l'onere rappresentato dagli interessi sul debito pubblico.

IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

- A fine 2011 la BCE ha iniziato a effettuare operazioni di rifinanziamento a lungo termine, denominate LTRO, in 2 aste, aperte alle banche commerciali, condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012, per un totale di mille miliardi di euro. A differenza però dell'alleggerimento quantitativo vero e proprio, la moneta creata per i LTRO aveva una scadenza (massimo 3 anni), perché le operazioni di rifinanziamento rese disponibili alle banche contemplavano la restituzione dei prestiti.
- Il 22 gennaio 2015, Mario Draghi annuncia che la BCE avrebbe acquistato titoli di debito pubblici e societari a partire da marzo 2015 almeno fino a settembre 2016 al ritmo di 60 miliardi di euro/mese, e comunque fino a quando il tasso di inflazione nell'eurozona non sarebbe tornato ad avvicinarsi al 2%.

IL TAPERING

18

- Il QE della BCE sta però ormai volgendo al termine, tanto che già dalla prossima riunione del Consiglio Direttivo, prevista per il 7 Settembre, Francoforte sembra voler annunciare la riduzione graduale del programma d'acquisto dei titoli di stato dei paesi membri dell'area euro. Tuttavia, il recente apprezzamento dell'euro potrebbe convincere la BCE a rimandare l'uscita dal programma.
- Incalzato sul tema all'ultimo simposio dei banchieri centrali, tenutosi a Jackson Hole, negli Stati Uniti, Mario Draghi non ha voluto rilasciare dichiarazioni.
 - ▣ attualmente, la BCE acquista ancora **60 miliardi di euro/mese** tra *sovereign* e *corporate bonds*.
 - prima dell'avvio del “*tapering*” (riduzione graduale) gli acquisti mensili ammontavano a **80 miliardi al mese**.

GLI ACQUISTI DI TITOLI DI STATO ITALIANI

- A partire dall'aprile 2017 e fino al dicembre 2017, e oltre questa data “se ve ne sarà bisogno”, la BCE ha dichiarato di acquistare titoli di Stato italiani per un importo mensile atteso dagli addetti ai lavori attorno ai **7 miliardi di euro**, 2 miliardi in meno rispetto all'ammontare acquistato nel periodo aprile 2016-marzo 2017.

L'EFFETTO SUI RENDIMENTI

- Agendo metaforicamente come una sorta di grande "aspirapolvere" di titoli di Stato e societari, la BCE, diventando il più grosso acquirente di questi titoli è riuscita ad abbassarne notevolmente i rendimenti, producendo l'effetto immediato di ridurre gli interessi sul debito pubblico degli stati dell'Eurozona, anche per effetto della politica di tassi di interesse sottozero che Francoforte ha deciso di perseguire.
- grazie alla sua azione, la BCE ha fatto anche in modo di ridurre la percezione di rischiosità dei titoli di stato sul mercato, contribuendo così a ridurre il "rischio paese" e facendo convergere i rendimenti dei titoli di Stato (riduzione dello spread).

L'EFFETTO SUI RENDIMENTI

- Il grafico sottostante mostra l'andamento storico dei rendimenti sui titoli di Stato trentennali dei principali paesi dell'Eurozona. Come si può vedere, dopo l'intervento della BCE in seguito alla “tempesta dello spread” del 2011, quando la divergenza ha toccato i livelli massimi, si è ravvisata una forte convergenza fino al 2016, quando i primi timori legati alla cessazione del programma QE hanno di nuovo allargato i differenziali.



GLI EFFETTI DEL QUANTITATIVE EASING (QE)

22

- Gli effetti del Quantitative Easing sono stati molteplici, alcuni positivi, altri negativi.
- Tra quelli positivi c'è da ricordare l'aumento di massa monetaria (liquidità) nel sistema economico e creditizio dell'Eurozona, che dopo la crisi del 2008 era rimasto a corto di denaro.
- Secondariamente, sono da ricordare gli effetti in termini di riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato, in particolare per quelli degli stati dell'Europa meridionale (tra i quali l'Italia) con effetti benefici in termini di riduzione della componente interessi sul debito pubblico, per l'Italia stimati in diversi miliardi di euro.
- Terzo, il QE, assieme ai tassi di interesse a zero, ha contribuito a deprezzare l'euro nei confronti del dollaro, aumentando così l'export dei paesi europei.

I RISCHI DEL QE

23

- Numerose sono però le critiche. Gli svantaggi di un programma di allentamento quantitativo sono dovuti agli effetti contrari che si possono generare nel momento della fase di uscita dal programma.
- Molte paure dipendono da come reagiranno i mercati finanziari alla cessazione degli acquisti. E' quasi scontato che si verificherà un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato degli stati europei meridionali, in particolare l'Italia, con conseguente aumento degli interessi sul debito pubblico.
- Tanto per fare un esempio, lo scorso giugno le banche italiane hanno venduto alla Banca d'Italia circa **20 miliardi** di BTP, in previsione del *tapering* della BCE, ritenendoli troppo rischiosi.

I RISCHI DEL QE

- Jimie Dimon, amministratore delegato di JPMorgan, ha inoltre esortato gli investitori internazionali a stare alla larga dai titoli di stato europei, soprattutto quelli del Sud, per paura di un prevedibile crollo dei prezzi di questi strumenti finanziari e del possibile apprezzamento dell'euro contro il dollaro, conseguente alla stretta monetaria della BCE.
- Se davvero questo scenario dovesse realizzarsi, per la finanza pubblica italiana sarebbero guai, in quanto verrebbe palesato che la crescita degli ultimi anni è stata dovuta più alla "droga monetaria" della BCE (come la definiscono alcuni economisti) che dalle riforme sbandierate dal governo italiano negli ultimi giorni.

GLI EFFETTI SULLA LEGGE DI BILANCIO

- Il super-euro, tra le altre cose, può creare serie conseguenze anche sulla prossima Legge di bilancio, che il Governo italiano dovrà presentare a Bruxelles entro la metà di Ottobre.
 - Una manovra che, conti alla mano, costerà al Tesoro già **oltre 40 miliardi di euro**, come spiegato dalla tabella successiva.
 - Un euro forte rischia seriamente di danneggiare l'export italiano e quindi di ridurre la produzione, con conseguente rallentamento del Pil ed aumento dei rapporti deficit/PIL e debito/PIL.
 - L'aumento dei tassi di interesse da parte della BCE avrà, come già scritto, effetti negativi anche sui rendimenti d'emissione dei BOT e BTP, con conseguente aumento della componente interessi sul debito e, in ultima analisi, sul deficit pubblico.

GLI EFFETTI SULLA LEGGE DI BILANCIO

Misure	Miliardi
Disinnesco clausole di salvaguardia	17
Correzione deficit tendenziale 2018	12-14
Rinnovo contratto statali	1,3
Spese indifferibili	2
Taglio cuneo fiscale	2
Misure anti-povertà	1,5
decontribuzione temporanea per i giovani e il bonus di 40 euro per i pensionati	2-4
Altre misure	2
Totale	Oltre 40 miliardi