



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2011

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti (cap. 1), Daniele Siena (capp. 1 e 2), Andrea Boitani (cap. 3), Angelo Baglioni (cap. 4), Massimo Bordignon (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 9 novembre 2011.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO CONTAGIA L’EURO?	pag. 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. Lo scenario internazionale	3
2. L’evoluzione della crisi nell’Area Euro	9
3. L’evoluzione della crisi negli USA	15
4. L’accelerazione della crisi dell’Area Euro dopo la “pausa estiva”	17
5. La BCE come manager di una crisi sovrana	18
2 – DIECI ANNI DI MONETA UNICA IN EUROPA	22
1. Squilibri correnti e posizioni debitorie dei paesi EMU. Il ruolo dei PIGS	22
2. Dai PIGS ai GIPSI	28
3. Debito e deficit pubblico e spread sovrani	30
4. Dalla crisi del sub-prime alla crisi dei debiti sovrani alla crisi dell’UME	31
5. Quali lezioni dalla crisi	32
3 – LE POLITICHE FISCALI IN UNA UNIONE MONETARIA	35
1. Flessibilità del cambio e mobilità del lavoro: elementi di base	35
2. Una politica fiscale “federale”?	37
3. L’eclissi della politica fiscale	40
4. La crisi finanziaria e il ritorno della politica fiscale	42
5. Dallo stimolo al consolidamento fiscale	44
4 – MECCANISMI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI SOVRANI IN EUROPA	48
1. Il coinvolgimento del settore privato	48
2. Il Buyback	50
3. Gli Eurobond	51
5 – LA NUOVA GOVERNANCE ECONOMICA DELL’UNIONE: SITUAZIONE E PROSPETTIVE	56
1. Gli strumenti della nuova <i>governance</i> economica europea	57
2. Un giudizio complessivo	61

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO CONTAGIA L'EURO?♦

Da molti anni, nei libri di testo che utilizziamo all'università – anche qui in Largo Gemelli – è ben spiegato cos'è l'Euro e cos'è l'Unione monetaria europea, quali ne sono i costi e i benefici, i successi e i problemi e così via. Non ci dovrebbero quindi essere scuse, se qualcuno ne parlasse in modo ignorante, a maggior ragione appartenendo alla classe dirigente del Paese o addirittura al suo Governo. Perché basta vedere i libri di testo più diffusi, come quelli di De Grauwe o di Baldwin-Wyplosz, per controllare lo stato della letteratura scientifica in proposito, e ancora i giudizi sui risultati conseguiti e sui problemi aperti.

Riassumo tutto ciò, per evitare che restino malintesi nel valutare la gravità della crisi odierna. Anzitutto, sappiamo che l'unione monetaria nasce senza rispettare tutti i criteri della cosiddetta *optimum currency area*, criteri in base ai quali i benefici dati dalla partecipazione all'UME (cioè alla condivisione dell'Euro) sono superiori ai costi. Perché un Paese dovrebbe partecipare all'UME, senza essere sicuro di averne benefici netti, o addirittura sapendo di non averli? La risposta è che, con le appropriate riforme, la situazione può migliorare: un Paese può fare in modo, in un periodo di tempo adeguato, che i costi si riducano e i benefici aumentino, fino ad essere certo di appartenere ad una Unione in cui conviene stare.

A questo primo problema se ne aggiunge un secondo, ed anche questo lo conosciamo bene da tempo. L'UME è un'unione incompleta particolarmente *fragile*: in presenza di uno shock, e in particolare in presenza di un attacco speculativo, quella fragilità è pericolosa perché

può originare condizioni di illiquidità che se non rimate presto e bene, diventano condizioni di insolvenza.

Questi due ordini di problemi, tra loro indipendenti ma che possono di fatto coesistere e diventare rilevanti assieme, significano che:

- i) Possono emergere situazioni nelle quali l'Unione si dissolve. E in effetti, la storia indica che *tutte* le unioni monetarie come questa sono prima o poi scomparse, *se* non si sono irrobustite fino a diventare unioni politiche vere e proprie.
- ii) Possono esservi crisi finanziarie che sono superate solo se esistono Banche centrali a ciò adeguate, cioè con un'offerta illimitata di liquidità atta a calmare le paure dei mercati.
- iii) Mercati che di norma fanno (perché è già successo tante volte ...) che una crisi di debito sovrano tende a diventare una crisi bancaria; e che una crisi di debito non può essere risolta con l'emissione di nuovo debito. Una crisi di debito significa un'aumentata *preferenza per la liquidità*, che solo una Banca centrale, in grado di farlo, può soddisfare.

Ricordato tutto ciò, riconosciamo dunque che quanto è successo in questi due anni non è qualcosa di strano e/o di imprevedibile. Nei primi dieci anni di vita dell'Euro, quei problemi – pur già esistenti e noti – non hanno creato difficoltà e sono stati quindi ignorati. Peggio ancora, nulla è stato fatto – né dai singoli Paesi né dalla loro unione – per irrobustire il processo avviato. Dopo di che, quando la crisi è iniziata, nel novembre 2009, si è proceduto ogni volta in modo troppo parziale, curando in parte e in ritardo i problemi come man mano stavano emergendo. Non stupisce scoprire oggi che la crisi è più grave di

♦ A cura di Giacomo Vaciago.



due anni fa, e che gli errori commessi dal Governo italiano da soli non bastano a spiegare ciò.

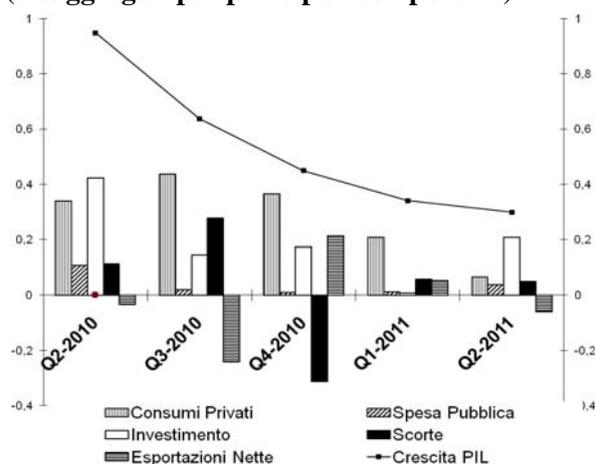
Ma proprio perché la situazione potrebbe nel frattempo peggiorare – essendo ancora in corso di approvazione tanti rimedi, ad esempio quelli dati dal nuovo *Patto Europlus* e relativa “governance” – è anche consigliabile iniziare una “operazione verità”, che riguardi anzitutto l’impegno a far sì che in ciascuno dei Paesi membri maturi la consapevolezza che la moneta comune conviene. In altre parole, che i benefici netti sono già positivi o lo potranno diventare in tempi ragionevoli impegnandosi a realizzare le opportune riforme. Nella confusione e negli allarmi spesso eccessivi degli ultimi tempi, è stato possibile affermare tutto e il suo contrario: che l’Euro stesso fosse sotto attacco speculativo; che uscire dall’Euro fosse impossibile; che uscire dall’Euro fosse conveniente e così via. Quasi mai provando a dare dimostrazione analitica affidabile a tutte quelle affermazioni spesso tra loro in contrasto. Con il risultato di aggravare non solo la difficoltà con cui i mercati finanziari possono valutare in modo corretto il rischio associato alle diverse alternative, ma anzitutto riducendo la qualità delle decisioni politiche in merito. L’incredibile recente vicenda del referendum della Grecia è esempio evidente di questo modo confuso e controproducente di decisione politica. Ma è anche conferma dei rischi che corre l’Unione monetaria: grazie all’Euro, la qualità del mercato può migliorare, ma può anche peggiorare – se mancano le condizioni a ciò appropriate – e in tal caso non è il meglio, ma il peggio di ciascun Paese che emerge.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO[♦]

1. Lo scenario internazionale

La congiuntura internazionale è chiaramente caratterizzata da un progressivo rallentamento che ha condotto le principali istituzioni a ridurre le proprie stime di crescita per il biennio 2012-2013. La crescita su base congiunturale del PIL dell'area OCSE è passata dallo 0.40% allo 0.30% nei primi due trimestri del 2011, proseguendo un trend iniziato dopo il picco di crescita raggiunto nel secondo trimestre del 2010.

FIG. 1 - Crescita del PIL nell'area OCSE: tassi di variazione congiunturale (disaggregati per principali componenti)



Fonte: OCSE

La FIG. 1 mostra in dettaglio il contributo alla crescita delle principali componenti del PIL OCSE dal lato della spesa. I consumi privati sono in continua diminuzione e hanno raggiunto il minimo dall'inizio della ripresa economica (nel secondo trimestre del 2009). Le esportazioni nette si sono ridotte, mentre l'impatto dovuto all'accumulazione di scorte rimane positivo ma limitato. Sono gli investimenti, dopo il primo

[♦] A cura di Domenico Delli Gatti e Daniele Siena.

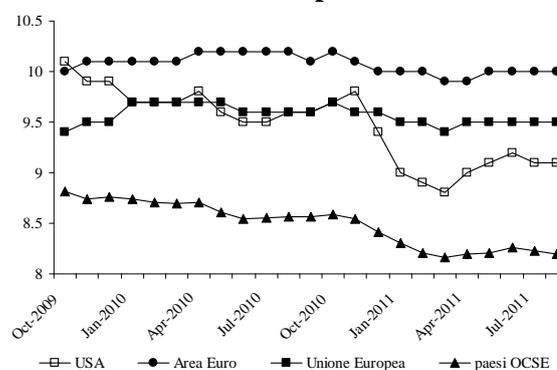
trimestre del 2011 di crescita nulla, a trainare il (modesto) aumento del PIL.

Anche la crescita dei paesi emergenti è rallentata pur rimanendo su tassi più elevati rispetto ai paesi OCSE. Nel secondo trimestre del 2011 il Brasile è passato da una crescita congiunturale dell'1.2% allo 0.8%, la Federazione Russa dall'1.0% allo 0.2%, mentre solo la Cina ha aumentato la crescita dal 2.1% al 2.2%.

Il rallentamento della crescita, sia delle economie avanzate che di quelle emergenti, deve inserirsi nel contesto attuale di forte aumento del rischio sovrano per paesi dell'Eurozona e dell'incremento della volatilità dei mercati dovuto a una sensibile crescita dell'avversione al rischio. Ciò si è tradotto in una forte "riduzione precauzionale" dei consumi privati che va ad affiancare la riduzione degli stimoli pubblici all'economia, che trova ragione nel consolidamento fiscale resosi improvvisamente necessario per contrastare la crisi di fiducia nei confronti dei titoli del debito pubblico di numerosi paesi europei.

La disoccupazione è rimasta alta e stabile (FIG. 2), in concomitanza di livelli di produzione ancora molto inferiori a quelli raggiunti nel periodo precedente lo scoppio della crisi.

FIG. 2 - Tasso di Disoccupazione



Fonte: OCSE

In particolare negli Stati Uniti, dopo un'iniziale riduzione all'inizio dell'anno, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile intorno al 9% (9.1% l'ultima rilevazione nel corso del mese di settembre 2011).

L'inflazione al consumo su base tendenziale ha confermato – nel corso del secondo trimestre del 2011 – la crescita mostrata durante l'ultimo anno. Fanno eccezione il Giappone e alcuni paesi emergenti. Nei paesi OCSE l'inflazione tendenziale è passata dal 2.3% del primo trimestre ad un tasso di poco superiore al 3% nel secondo trimestre. Negli Stati Uniti l'inflazione tendenziale è aumentata anche nel terzo trimestre raggiungendo il 3.7%, trainata dal prezzo dell'energia e dei beni alimentari.

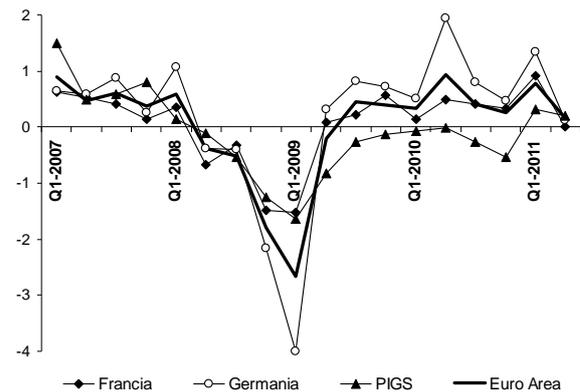
Area Euro

La prima recessione dell'area euro è iniziata nel secondo trimestre 2008 ed è terminata alla fine del secondo trimestre 2009. Come mostra la FIG. 3, l'Eurozona ha registrato tassi di crescita (su base congiunturale) positivi dal post crisi in avanti ma con forti differenze tra i paesi membri. Dopo il primo trimestre 2011 in cui il tasso di crescita è stato dello 0.8% – un dato che sembrava supportare una incipiente ripresa – il secondo trimestre 2011 ha segnalato la presenza di elementi che possono condurre – come recentemente anticipato dallo stesso neo-governatore della BCE, Draghi – verso una nuova fase recessiva. La crescita congiunturale del PIL dell'Eurozona è stata infatti dello 0.2%, in netto rallentamento rispetto al trimestre precedente. Si profila dunque un vero e proprio rischio di *double dip*.

Il differenziale di crescita dei paesi all'interno dell'area euro si è assottigliato rispetto al primo trimestre del 2011, per via del sostanziale

rallentamento registrato dalla locomotiva tedesca la cui crescita è passata dall'1.4% allo 0.1%, nell'arco di soli tre mesi.

FIG. 3 – Crescita del PIL nell'area euro (tasso di variazione congiunturale)



Fonte: Eurostat. PIGS: Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna¹

Considerando – come si evince dalla TAB. 1 – che l'insieme di Germania, Francia e Italia rappresenta più del 65% del PIL dell'intera area euro, è evidente come un andamento incerto di queste tre economie comporti un deciso rallentamento di tutta l'area euro.

Dalla TAB. 1 e dalla FIG. 4 si può notare come nel periodo precedente lo scoppio della crisi – dal 1999 al 2007 – il tasso di crescita media annua dell'UME sia stato trainato dai paesi caratterizzati da un PIL pro capite relativamente più basso. Dallo scoppio della crisi invece la situazione si è rovesciata. Le uniche economie ad aver registrato un tasso di crescita positivo in questo periodo (con la sola eccezione di Malta e

¹ Con PIGS, da qui in avanti, si indica l'insieme di Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna, paesi che condividono tre elementi: alto tasso di crescita precedente alla crisi, forte impatto negativo della crisi e situazione di bilancia dei pagamenti correnti e debito pubblico simili.

della Repubblica Slovacca), sono state le economie più avanzate. L'ultimo trimestre ha mostrato un forte rallentamento nella crescita proprio di questo gruppo di paesi, determinando una convergenza dei tassi di crescita del PIL congiunturale verso livelli inferiori.

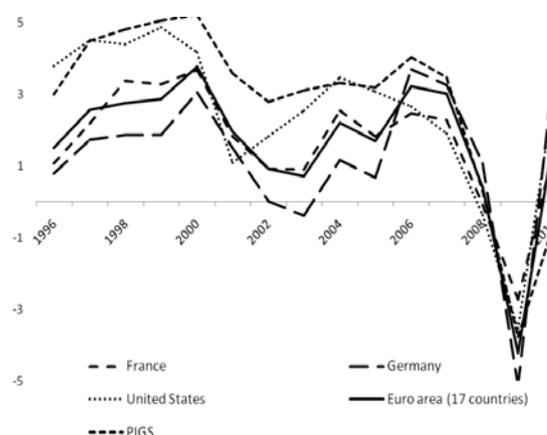
TAB. 1 – Unione Europea: prodotto interno lordo e crescita

Paesi	PIL 2011 milioni €	% PIL UME 2011	Tasso di crescita annuale PIL		PIL pro capite € 1999 2010
			1999 2007	2008 2011	
Belgio	361,412	3.9	2.31	0,73	28425
Germania	2,525,874	27.3	1.67	0,58	27275
Estonia	14,840	0.2	7.44	-2,70	8025
Irlanda	160,937	1.7	6.04	-2,45	35358
Grecia	215,672	2.3	4.18	-2,25	16833
Spagna	1,060,421	11.5	3.73	-0,53	19933
Francia	1,951,165	21.1	2.19	0,13	26875
Italia	1,565,144	16.9	1.47	-1,05	23858
Cipro	17,727	0.2	3.90	1,08	17758
Lux	39,712	0.4	5.14	0,40	64108
Malta	6,528	0.1	1.59	1,60	12208
Olanda	591,981	6.4	2.49	0,48	31058
Austria	287,831	3.1	2.57	0,58	29683
Portogallo	167,162	1.8	1.78	-0,83	14367
Slovenia	36,491	0.4	4.48	-0,28	14300
Slovacchia	67,886	0.7	5.01	2,13	7492
Finlandia	186,246	2.0	3.56	0,03	29758
UME	9,252,300	100.0	2.27	-0,10	25242

Fonte: Eurostat

Sul fronte dell'inflazione va invece registrata una tendenza verso l'aumento, sostenuto dal rincaro del costo dell'energia e delle materie prime. Nel mese di settembre il tasso di inflazione tendenziale dell'area euro ha raggiunto il 3.0% (dal 2.5% del mese di agosto 2011).

FIG. 4 - Crescita del PIL: tasso di crescita annuo (1999/2010)



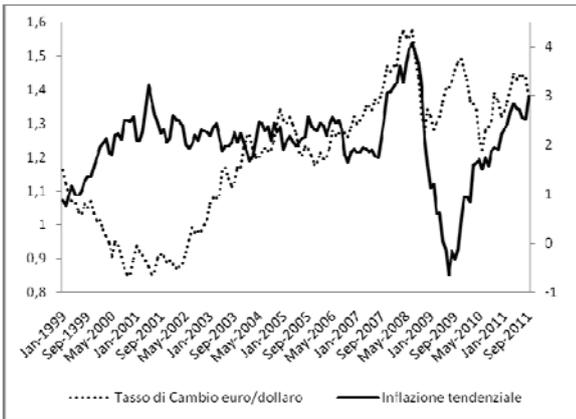
Fonte: OCSE

Come mostra la FIG. 5, questo costituisce il risultato più elevato dall'ottobre del 2008. Un'inflazione maggiore del 3% si era infatti sperimentata – in occasione del primo decennio di vita dell'Euro – solamente in due occasioni: l'inizio della crisi finanziaria, tra novembre 2007 e ottobre 2008, e nel maggio 2001. Nonostante il tasso inflazione tendenziale sia relativamente elevato rispetto all'obiettivo dichiarato della BCE, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea ha deciso (lo scorso 6 ottobre 2011) di mantenere invariato il tasso di interesse di riferimento dell'Eurozona all'1.5%. Lo stesso consiglio – questa volta presieduto dal Governatore Draghi (subentrato a Trichet all'inizio del mese di novembre) – ha invece optato, con una decisione a sorpresa, a favore di una riduzione dei tassi di riferimento, ora pari all'1,25%.

Il tasso di cambio nominale effettivo dell'euro, calcolato rispetto all'indice composto dalle valute dei 20 principali partner commerciali, si è deprezzato del 2,2% tra fine giugno e settembre ed ha risentito del deprezzamento registrato

dalla moneta unica europea nei confronti del dollaro.

FIG. 5 – Area-Euro: tasso di cambio vs Dollaro e tasso di inflazione tendenziale



Fonte: Eurostat. Sull’asse delle ordinate di destra è misurato il tasso di inflazione; sull’asse delle ordinate di sinistra viene rappresentato il tasso di cambio.

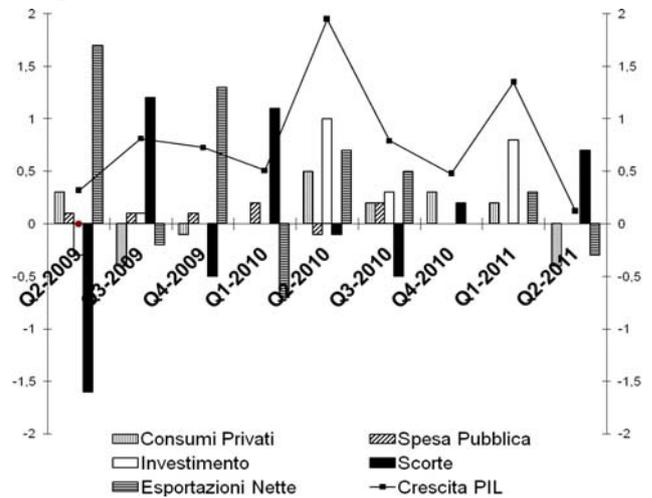
La FIG. 5 mostra come il deprezzamento registrato dall’euro nei confronti della moneta americana (scala di riferimento sull’asse delle ordinate di sinistra) abbia riportato il tasso di cambio sui valori (di poco inferiori a 1,40) registrati nel febbraio 2011. Il deprezzamento dell’Euro si è inoltre accompagnato ad un discreto incremento della volatilità del mercato dei cambi.

Germania

Come già anticipato, la Germania – con un contributo di poco inferiore al 30,0% alla formazione de PIL dell’UME – ha costituito la forza motrice della crescita dell’Eurozona a partire dalla fine della crisi sino al primo trimestre del 2011. Nel secondo trimestre del 2011, invece, il tasso di crescita su base congiunturale ha subito un drastico rallentamento, ben superiore alle aspettative espresse dagli analisti. Il valore rilevato è il più basso dall’inizio del secondo trimestre 2009.

La FIG. 6 riporta la disaggregazione della crescita congiunturale tedesca nelle singole componenti del PIL. Come si nota, il rallentamento della crescita riscontrato nel secondo trimestre del 2011 è dovuto a tre componenti: la riduzione delle esportazioni nette, il calo dei consumi privati e la mancata crescita degli investimenti.

FIG. 6 - Crescita del PIL in Germania: tasso di variazione congiunturale (disaggregata per componenti)

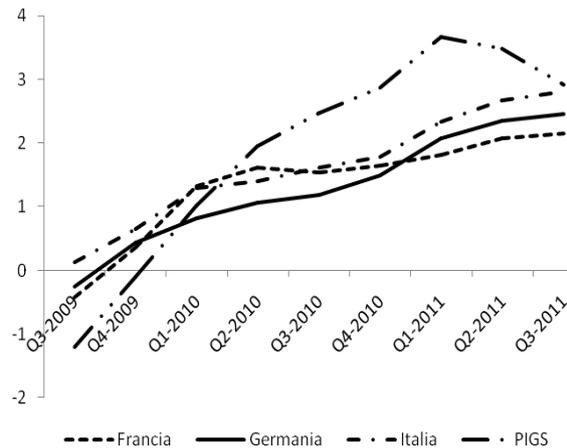


Fonte: Eurostat

Dall’uscita della crisi le esportazioni nette hanno giocato un ruolo fondamentale, contribuendo a quasi metà della crescita di questo paese. L’ultimo trimestre è stato caratterizzato da una forte inversione di tendenza, passando da una crescita congiunturale dello 0.3% a una riduzione dello 0.3%. Il timore di una persistente riduzione della domanda estera ha indotto il governo tedesco a rivedere al ribasso (dall’1.8% all’1%) le stime di crescita del PIL nel 2012. Così come per la media dei paesi OCSE, l’inflazione tedesca ha confermato una stabile (ancorchè modesta) tendenza alla crescita sia nel secondo che nel terzo trimestre del 2011. Il tasso d’inflazione tendenziale è stato del 2.3% nel

secondo trimestre e del 2.5% nel terzo trimestre 2011 (FIG. 7).

FIG. 7 - Tasso di inflazione tendenziale



Fonte: Eurostat

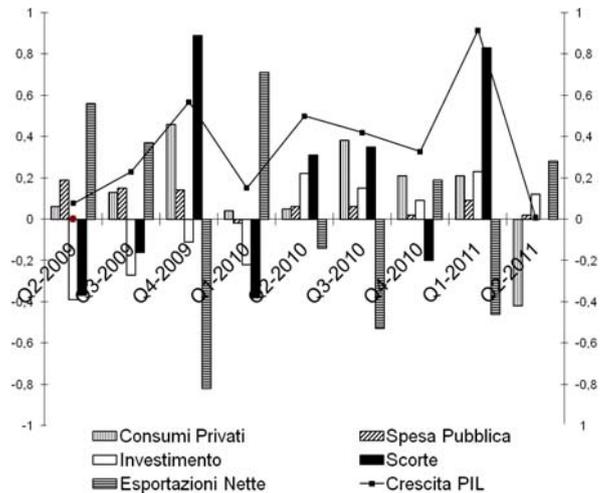
Francia

La crescita congiunturale del PIL francese, nel secondo trimestre del 2011, è stata nulla, in decisa diminuzione rispetto allo 0.90% registrato nel primo trimestre (FIG. 3).

La FIG. 8 mostra come la dinamica del PIL francese sia risultata differente rispetto a quella della Germania. Mentre per il caso tedesco ci si attendeva una continuazione di una crescita sostenuta dalle esportazioni (che in realtà non si manifesta), per quanto concerne l'economia francese gli analisti puntavano molto sul ruolo giocato dalle scorte (componente notoriamente volatile e temporanea della domanda aggregata). In realtà la crescita nulla del Pil francese è il risultato dell'andamento fortemente negativo mostrato dai consumi privati, che sono diminuiti significativamente.

L'inflazione tendenziale, al contrario, ha continuato a crescere, anche se più moderatamente rispetto al caso tedesco.

FIG. 8 - Crescita del PIL in Francia: tasso di variazione congiunturale (disaggregata per componenti)



Fonte: Eurostat

Italia

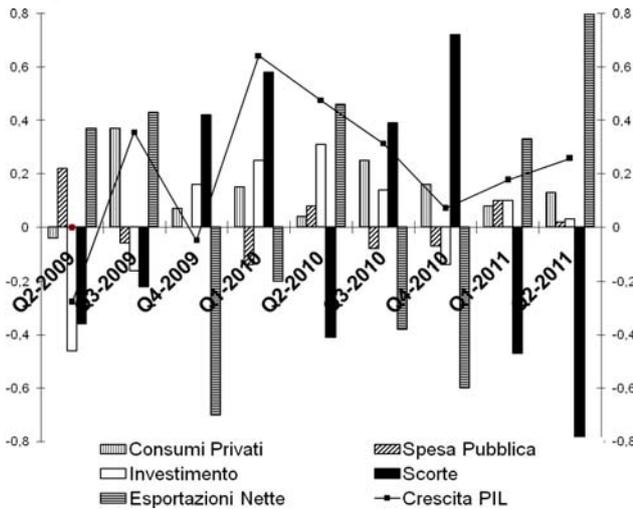
L'Italia, al contrario delle due principali economie dell'area euro, fa (anche se solo marginalmente) meglio del previsto nel secondo trimestre del 2011. La crescita congiunturale del PIL è infatti incrementata dallo 0.2% registrato nel primo trimestre allo 0.3% del secondo trimestre del 2011.

La FIG. 8 mostra il contributo dei singoli componenti del PIL al totale della crescita congiunturale italiana. Come per il precedente trimestre, la principale componente di traino per la crescita sono state le esportazioni nette. La maggior crescita è però in gran parte dovuta al rallentamento delle importazioni piuttosto che all'aumento delle esportazioni. L'interscambio con l'estero ha quindi contribuito alla crescita congiunturale del PIL con un aumento dello 0.9% rispetto al trimestre precedente.

L'attuazione del piano di aggiustamento fiscale ha prodotto degli effetti che al momento sono stati parzialmente compensati da una lieve accelerazione dei consumi privati. Come dal secondo trimestre del 2010, gli investimenti

continuano a non incidere in maniera particolare sulla crescita italiana.

FIG. 9 - Crescita del PIL in Italia: tasso di variazione congiunturale (disaggregata per componenti)



Fonte: Eurostat

In Italia, come in Germania e in Francia, il tasso di inflazione è cresciuto, confermando il trend positivo di crescita iniziato con il terzo trimestre del 2009. L'aumento dei prezzi è principalmente dovuto ad un aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime.

La disoccupazione, secondo l'ISTAT, si è leggermente ridotta attestandosi al 7.8% nel secondo trimestre del 2011. Questo tasso però nasconde realtà molto differenti tra zone d'Italia. Nel mezzogiorno la disoccupazione è al 13.1%, al centro è del 6.6% e al nord del 5.2%. Inoltre il dato medio – che secondo l'ultimo Bollettino Economico della Banca d'Italia, è ancora cresciuto rispetto a quello di fine giugno – nasconde un'altra dimensione importante del fenomeno, quella riguardante la durata media, che risulta in continuo aumento ed è ora superiore alle 40 settimane.

PIGS

Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna sono accomunati da una precaria situazione dei conti pubblici, ma anche da una dinamica del Pil – dopo lo scoppio della crisi – particolarmente ridotta.

I PIGS hanno registrato dei tassi di crescita (su base congiunturale) negativi dal secondo trimestre del 2008 al primo trimestre del 2011. Nel 2011, la modesta crescita della Spagna e la forte crescita dell'Irlanda hanno riportato in territorio positivo la crescita (su base congiunturale) di questi paesi.

Nonostante la ripresa di Spagna e Irlanda sia iniziata a ridosso del 2011, il secondo trimestre del 2011 ha visto un rallentamento anche in queste economie (TAB. 2). Il ritmo della crescita del PIL spagnolo è passato dallo 0.40% dei primi tre mesi del 2011 allo 0.20% del secondo trimestre del 2011. L'Irlanda invece è passata da un tasso dell'1.90% all'1.60% tra il primo e il secondo trimestre del 2011. Portogallo e Grecia hanno ancora registrato una dinamica congiunturale pressoché nulla.

Ad esclusione dell'Irlanda, che esce da una fase di deflazione molto forte, l'inflazione di Portogallo, Grecia e Spagna rimane più alta rispetto alle maggiori economie dell'area euro (FIG. 7). Il prezzo dell'energia e delle materie prime non è tuttavia sufficiente a spiegare il differenziale positivo tra il tasso di inflazione dei PIGS e la media dell'UME. Analogamente, il maggior incremento del livello dei prezzi nel periodo post-crisi, non può essere attribuito neanche all'andamento dei salari. Infatti, Grecia, Irlanda e Portogallo hanno conosciuto una riduzione tendenziale del costo orario del lavoro durante il secondo trimestre del 2011. L'aumento dei prezzi è quindi riconducibile ad un aumento dei prezzi dei servizi. Contemporaneamente il tasso di disoccupazione

di queste economie (TAB. 2) rimane superiore alla media dell'area euro (10%), per effetto di un processo di crescita che rimane straordinariamente debole. Il caso più eclatante è quello spagnolo, dove la disoccupazione rimane al di sopra del 20% della forza lavoro.

TAB. 2 – Crescita del PIL (tasso di variazione congiunturale) e tasso di disoccupazione nei PIGS

PIL Tasso di variaz.	Portogallo	Irlanda	Grecia	Spagna
IV-2009	-0,38	-1,20	0,66	-0,16
I-2010	0,90	1,52	-1,89	0,09
II-2010	0,40	-0,41	-1,28	0,32
III-2010	0,34	0,23	-1,63	-0,03
IV-2010	-0,51	-1,36	-2,80	0,21
I-2011	-0,64	1,87	0,16	0,38
II-2011	-0,04	1,56	0,00	0,16
Tasso di Disoccupazione	12,3	14,6	16,30	21,2

Fonte: OCSE e EL.STAT

2. L'evoluzione della crisi nell'area Euro

Alla luce degli sviluppi più recenti sui mercati finanziari e dei cambiamenti della politica economica, sembra particolarmente appropriata una ricognizione di come si sia evoluta la crisi durante i mesi estivi. Per capire cos'è successo finora e fare qualche considerazione sensata su quel che potrebbe accadere, occorre fare un passo indietro e tornare alla fine del mese di luglio.

Il secondo salvataggio della Grecia

Il 21 luglio 2011 i capi di stato e di governo dell'Unione Europea varano un complesso pacchetto di misure mirante – secondo le parole di Von Rompuy – ad “assicurare il finanziamento del programma greco” di consolidamento fiscale, “migliorare la

sostenibilità” di tale programma e “ristabilire la fiducia del mercato nel debito sovrano in euro”.

Le principali misure prese sono:

1. un pacchetto addizionale di aiuti alla Grecia fino al 2014 per 109 miliardi di euro;
2. riduzione del tasso di interesse applicato ai fondi prestati dall'UE alla Grecia al livello del costo di raccolta degli stessi fondi per l'UE (tra il 3.5 e il 4%);
3. allungamento della scadenza di questi fondi da 5 anni a 15 o 30 anni, con un periodo di grazia di 10 anni;
4. approvazione della partecipazione su base volontaria degli investitori privati (detentori di titoli di Stato greci) al salvataggio della Grecia
5. autorizzazione dell'EFSF (European Financial Stability Facility, noto anche come “Fondo salva-Stati”)² e dell'EFSM (European Financial Stability Mechanism) ad acquistare titoli pubblici dei paesi in crisi anche sul mercato secondario, in situazioni eccezionali che deve valutare la BCE;
6. autorizzazione dell'EFSF e dell'EFSM a finanziare i paesi in crisi da debito sovrano nella ricapitalizzazione delle loro banche.

Le misure 2 e 3 avrebbero dovuto essere prese subito, in occasione del primo pacchetto di salvataggio (maggio 2010), come molti economisti avevano suggerito. Con le misure 2 e 3 il debito greco si sarebbe ridotto – sempre secondo Von Rompuy – di 25 miliardi di euro tra il 2011 e il 2020 di modo che il rapporto debito/PIL sarebbe diminuito di 10 punti percentuali.

² L' EFSF emette obbligazioni e raccoglie fondi che utilizza per erogare prestiti ai paesi in difficoltà. Le emissioni sono garantite dai paesi membri dell'eurozona: la Germania per il 27%, la Francia per il 20%, l'Italia per il 18%.



Le misure 2 e 3 si applicano anche a Portogallo e Irlanda.

La misura 4 avviene essenzialmente attraverso una *riduzione del valore del credito (haircut)* per gli investitori in titoli pubblici greci. La caratteristica che Van Rompuy sottolinea è che “la partecipazione degli investitori privati sarà unica, senza precedenti e limitata alla Grecia”. In altri termini si esclude categoricamente per Portogallo e Irlanda (un’affermazione tanto categorica quanto poco credibile).

L’attivazione dell’EFSF nella nuova forma viene rinviata a settembre. Ci vorrà infatti una ratifica da parte dei parlamenti delle 17 nazioni dell’Eurozona. Questa decisione si rivelerà cruciale negli sviluppi futuri sui mercati finanziari.

L’EFSF durerà fino al 2013, poi sarà rimpiazzato da ESM (European Stabilization Mechanism). Ma questa è già un’altra storia.

La “crisi di agosto”: un’ (altra) été brulant

Il piano viene accolto con sollievo dagli investitori ma è solo una reazione temporanea. Ben presto diventa chiaro che esso non tranquillizza i mercati.

A cavallo tra luglio e agosto si registra infatti un aumento della turbolenza su quattro fronti: sul mercato di Borsa, con crolli continui degli indici; mercato dei titoli di Stato, con riposizionamenti a danno dei paesi deboli e a favore della Germania e – paradossalmente ma non tanto – degli USA; sul mercato dei cambi, con riposizionamenti a favore dello yen e del franco svizzero (contrastati dalle banche centrali) e sul mercato interbancario, con una recrudescenza della crisi di liquidità già più volte sperimentata a partire dal 2007-2008.

La crisi di agosto si manifesta sotto forma di ripetuti, successivi ampliamenti “a strappo”

dello spread dei titoli spagnoli e di quelli italiani rispetto al tasso sui bund tedeschi a lungo termine.

Gli investitori mettono a nudo le criticità nella gestione del debito sovrano dei due grandi paesi mediterranei, anche se la situazione di finanza pubblica è radicalmente diversa. In Spagna, il problema principale è il deficit pubblico che raggiunge e supera le due cifre in percentuale del PIL, mentre il rapporto debito/PIL si aggira attorno al 60%. Il caso italiano ha natura opposta, con un rapporto deficit/Pil al 5% e un rapporto debito/PIL superiore al 120%, il terzo al mondo dopo Giappone e Grecia (si veda TAB. 3).

TAB. 3: Rapporto debito pubblico/PIL: valori percentuali (anno 2011)

Giappone	229
Grecia	152
Italia	120
Irlanda	114
USA	99
Belgio	97
Singapore	94
Portogallo	91
Francia	87
Canada	84

Fonte: uffici statistici nazionali

A questi indicatori economici non confortanti, si aggiungono fattori di natura politica che – nel giudizio degli operatori – possono avere ripercussioni rilevanti sulla gestione del rischio sovrano.

Nel governo italiano si manifesta una divaricazione di “visione” tra il ministro dell’Economia che si presenta come il guardiano della disciplina fiscale, e il premier, che vorrebbe un alleggerimento della pressione fiscale per rilanciare la crescita, in linea con le aspirazioni del partito di maggioranza relativa.

Questa divaricazione viene giudicata pericolosa dai mercati.

Quanto al governo spagnolo, da tempo Zapatero viene percepito, per usare un'espressione cruda ma significativa, come un'"anatra zoppa", non sufficientemente autorevole nel Parlamento e nel paese per mantenere la barra del consolidamento fiscale necessario a ridurre il rapporto deficit/PIL. In questo caso è la debolezza del governo, sebbene esso sia relativamente coeso, a preoccupare i mercati.

Questi ampliamenti improvvisi e violenti dello *spread* si accompagnano a crolli di borsa. Ad esempio il 4 di agosto il MIB crolla del 5%, molto più dei principali indici di borsa europei, che perdono tra il 3.4% del DAX e il 3.9% del CAC e dell'IBEX, l'indice spagnolo. Il Dow Jones scende di oltre il 4%. Lo *spread* italiano si allarga in giornata da 350 a 390 punti base (bps.) quello spagnolo raggiunge i 400. Il rendimento dei titoli pubblici tedeschi scende al 2.5%.

Entra in fibrillazione anche il mercato dei titoli francesi, il cui *spread* nei confronti del *bund* sale a 87 bps. L'euro si deprezza giungendo a quota 1.42.

Alla crisi di fiducia che caratterizza il quadro europeo si aggiunge il panorama congiunturale USA caratterizzato da dati macro poco confortanti, con la disoccupazione ancora oltre il 9% e il PIL che cresce nel secondo trimestre del solo 1.3% annualizzato.

A Madrid si annuncia la sospensione dell'emissione di titoli pubblici prevista per la metà di agosto. Ormai emettere titoli a lunga costa a Italia e Spagna il 6.5%.

La BCE lungo il filo del rasoio

La ragione di fondo dello scetticismo dei mercati è la tendenza della leadership europea a tergiversare sulle decisioni cruciali, tendenza

implicita nel rinviare a settembre l'implementazione del piano, come detto precedentemente.

La causa immediata tuttavia è la *reazione degli investitori alle decisioni prese dalla BCE nella riunione del Governing Council del 4 agosto*. La BCE vara in quella occasione una nuova manovra di intervento in acquisto di titoli di Stato dei paesi in difficoltà – dopo averla interrotta per quattro mesi e mezzo – ma limita l'intervento ai titoli di Portogallo e Irlanda, cioè non si spinge fino ad acquistare titoli spagnoli o italiani.

Non è abbastanza secondo gli operatori e non si può dire che essi non abbiano ragione. Durante la crisi di agosto infatti sono Spagna e Italia ad entrare nell'occhio del ciclone. La BCE sembra deliberatamente ignorare questo aspetto della turbolenza dei mercati finanziari. E siccome tutte le speranze degli investitori sinceramente preoccupati per la solvibilità dei principali paesi dell'Eurozona si concentrano sulla banca centrale, la sensazione di impotenza si diffonde e si manifesta una vera e propria crisi di fiducia generalizzata.³

La BCE non sembra fare abbastanza – anch'essa mette la testa sotto la sabbia in presenza di un rischio serio di deriva greca per Spagna e Italia – e inoltre è *divisa* al suo interno. I giornali danno conto del dibattito nel *Governing Council* della BCE che ha visto il presidente della *Bundesbank*, Jens Weidman, e i governatori di alcune altre banche centrali (quella olandese e quella lussemburghese) opporsi alla scelta di Trichet di andare in aiuto dei paesi in difficoltà comprando i loro titoli di Stato.⁴

³ Inoltre Trichet, che pure ha annunciato che la BCE garantirà liquidità illimitata alle banche, non ha escluso aumenti futuri dei tassi di interesse (motivati da preoccupazioni anti-inflazionistiche).

⁴ Venerdì 5 agosto è un'altra giornata di passione: lo *spread* sui titoli italiani supera i 400 bps. e supera



La TAB. 4 fornisce una fotografia scattata l'8 agosto della condizione dei rendimenti dei titoli di Stato dei principali paesi industrializzati (compresi i paesi "deboli" o già sotto tutela), nonché dei valori dello *spread* calcolato nei confronti del Bund tedesco e del Treasury Bond americano.

TAB. 4: Rendimento dei titoli di stato, scadenza a 10 anni (Rilevazione all'8 agosto)

Paese	Rendimento	Spread bund	Spread bond
Grecia	15.57	13.22	13.00
Portogallo	11.26	8.92	8.70
Irlanda	10.37	8.03	7.81
Spagna	6.26	3.92	3.70
Italia	6.16	3.82	3.60
Belgio	4.58	2.24	2.02
Francia	3.25	0.90	0.68
Germania	2.35	-	-0.22
Giappone	1.01	-1.34	-1.55

Fonte: Sole 24 ore

In realtà *Trichet vuol mostrare che non è disposto ad accollarsi il salvataggio dei due colossi mediterranei*. E non vuole fornire alibi ai responsabili politici dei due paesi mettendo a loro disposizione la capacità di intervento della BCE sui mercati finanziari per ridurre le spinte verso l'alto sullo *spread*.

A fronte delle turbolenze sui mercati dei titoli di Stato, in Italia si accantona la chimera di un alleggerimento della pressione tributaria e si

anche quello sui titoli spagnoli ma arretra in chiusura di giornata. Vale la pena di osservare che tale arretramento è frutto dell'intervento di Banca d'Italia e Banca di Spagna, che comprano titoli di Stato dei loro paesi (indipendentemente dalla BCE) in base alla *Emergency Liquidity Assistance* che autorizza una banca centrale nazionale a intervenire sul mercato dei propri titoli senza effetti sul bilancio della BCE. In altri termini il rischio, in questo caso, è a carico delle banche centrali nazionali.

comincia a parlare di un'accelerazione del piano di consolidamento fiscale. Tremonti fa notare che è inutile o addirittura controproducente accelerare la manovra. In effetti il PIL cresce molto lentamente e inasprire la politica fiscale sembra la più illogica delle ricette in queste condizioni. Sul 2011 e 2012 pesa già (anche se in misura modesta) la manovra decisa nel 2010. Inoltre, in luglio era già stato deciso un inasprimento della manovra con un pacchetto complessivo pari a 80 miliardi sul periodo 2011-2014 e la previsione di pareggio di bilancio nel 2014.

Ma è la BCE a far cambiare decisamente e irreversibilmente il tono e la natura del dibattito di politica fiscale in Italia. Trapela l'esistenza di una lettera di Trichet, firmata anche da Draghi – all'epoca ancora Governatore della Banca d'Italia – inviata il 5 agosto al Presidente del Consiglio Berlusconi in cui si individuano le linee essenziali della manovra di riequilibrio fiscale.

Trichet e Draghi chiedono la previsione costituzionale del pareggio di bilancio. Si spingono inoltre a individuare elementi di un programma di governo e forniscono indicazione anche dei provvedimenti da adottare. Ad esempio cessioni (anche di società pubbliche locali), liberalizzazioni e riforma del mercato del lavoro. Nella stessa giornata una lettera dal tono simile firmata da Trichet e da Ordóñez, Governatore della Banca di Spagna, viene recapitata a Zapatero.

Il senso di queste lettere è chiarissimo. La BCE manda un segnale ai governi dei paesi deboli: una presa di assunzione di responsabilità in campo fiscale da parte dei governi verrà riconosciuta dalla BCE mediante lo svolgimento

di operazioni volte ad attenuare le tensioni sul mercato dei titoli pubblici.

Tremonti è quindi costretto a smentire sé stesso.

Il governo annuncia che:

1. verrà anticipato al 2013 il pareggio di bilancio,
2. verrà introdotto nella Costituzione l'obbligo del pareggio di bilancio attraverso la riforma dell'articolo 81,
3. verrà introdotto nella costituzione il principio della libertà di impresa attraverso la riforma dell'articolo 41,
4. verrà nuovamente riformato il mercato del lavoro (introducendo quello che il ministro Sacconi chiama "statuto dei lavori").⁵

Domenica 7 agosto si tiene una riunione straordinaria in teleconferenza del *Governing*

⁵ I progetti di revisione costituzionale (punti 2 e 3 della lista) mirano a modificare l'assetto istituzionale complessivo dell'economia italiana.

La previsione costituzionale del pareggio di bilancio è discutibile o quantomeno aggirabile. In un intervento su *Corriere della Sera* del 7 agosto ("Declino, l'ossessione americana per l'indebitamento da George Washington ai giorni nostri"), lo storico dell'economia Gianni Toniolo nota che "Il bilancio in pareggio è indispensabile nel medio termine... ma è pericoloso porre vincoli politici o legislativi all'espansione fiscale nelle depressioni. L'esperienza della Germania nel 1931 è lì a dimostrarlo.". Sullo stesso quotidiano nella medesima giornata, il giurista Michele Ainis ("Non date la colpa alla Costituzione") sostiene inoltre che "il vincolo (del pareggio di bilancio) è già scritto nell'art. 81 (della Costituzione). O almeno era questa l'intenzione del costituente.... Basta rileggere i discorsi di Luigi Einaudi che ne fu il proponente. Di Mortati, di Vanoni."

Quanto alla revisione dell'articolo 41, essa potrebbe avere qualche effetto se si traducesse in un aumento massiccio delle liberalizzazioni ma di per sé la formulazione attuale dell'art. 41 non pone ostacoli sostanziali all'attività di impresa.

Di questi temi, comunque, si tornerà a parlare perché dal dibattito accademico e sui media al passaggio parlamentare il cammino è lungo e tortuoso.

Council della BCE che *vara l'acquisto di titoli del debito pubblico italiani e spagnoli*. Nella sola giornata dell'8 agosto la BCE acquista titoli dei due paesi per un ammontare pari a 2 miliardi di euro (secondo le prime valutazioni degli operatori di mercato). Il rendimento dei titoli italiani a 10 anni scende a 5.35% mentre quello dei titoli spagnoli a 5.22%. Entrambi avevano superato il 6% alla chiusura dei mercati venerdì 6 agosto.

Nella stessa giornata di domenica, inoltre, il presidente francese Sarkozy e la *Kanzlerin* Merkel approvano ufficialmente la scelta di anticipazione del pareggio di bilancio pubblico da parte dell'Italia.

Mario Monti in un fondo sul *Corriere della Sera* del 7 agosto dall'evocativo titolo "Il podestà forestiero" afferma che il governo italiano è di fatto commissariato da Francoforte (BCE), Bruxelles (Commissione Europea) e Washington (FMI). Un po' come Grecia, Irlanda e Portogallo ma in modo più soft.

A parere di chi scrive, il condizionamento sulla politica economica italiana proviene in larga misura e in modo più efficace dalla moderna reincarnazione dell'asse franco-tedesco: Sarkozy-Merkel (anche definito Merkozy) coadiuvato dal presidente della BCE Trichet.

Il 10 agosto si apre all'insegna del rialzo ma a consuntivo, rimarrà nella storia come un mercoledì nero. Tutte le borse crollano. Milano registra una contrazione del 6.65%, Parigi e Francoforte perdono più del 5%, Wall Street oltre il 4%. Solo Londra si limita a una flessione del 3%. L'oro arriva a 1770 dollari l'oncia.

Cosa è successo? Si diffondono voci di un declassamento dei titoli di Stato francesi (voci smentite dalle stesse agenzie di *rating*). Jacques Attali, in una intervista a *Le Monde* dell'11 agosto afferma che "*La France est explicitement*



dèsignée pour perdre son AAA” perché è l’unico grande paese con la AAA che nel 2015 avrà lo stesso rapporto debito/PIL degli USA. Sarkozy rientra dalle vacanze per anticipare la manovra di contenimento fiscale. Paradossalmente il mercato borsistico reagisce con un nuovo crollo: gli investitori interpretano l’evento come una conferma dei *rumors* e si precipitano a vendere. Crollano in particolare i titoli bancari e ne beneficiano, paradossalmente, i titoli di Stato. Qualcuno sostiene che l’intervento della BCE in acquisto dei titoli spagnoli e italiani ha reso questi ultimi più sicuri e quindi ha indotto gli operatori a tornarvi sopra, colpendo le azioni e in particolare quelle delle banche. Queste ultime infatti potrebbero subire un peggioramento della profittabilità se la BCE, dopo aver aumentato i tassi all’1.5% all’inizio di luglio, decidesse di abbassarli nuovamente alla luce della nuova congiuntura (come è effettivamente successo all’inizio di novembre, in occasione della prima riunione del Governing Council presieduta dal neo-Governatore Draghi). In effetti il rendimento dei BOT a un anno nell’asta dello stesso giorno scende al 2.9%. (rispetto al 3.7% registrato il 12 luglio). Col senno di poi e alla luce di quanto sta accadendo in questi giorni è chiaro che si tratta di un fenomeno purtroppo temporaneo.

Il 14 agosto il governo vara la manovra suggerita dalla BCE. Si tratta di 20 miliardi di Euro per il 2012 e 25.5 miliardi per il 2013 in modo da anticipare al 2013 il pareggio di bilancio. A queste cifre si aggiunge la manovra precedente per cui, in definitiva, si avranno riduzioni di deficit per 25.5 miliardi di Euro per il 2012 e 49.5 miliardi per il 2013. A settembre, il valore complessivo del pacchetto di riequilibrio fiscale raggiungerà i 60 miliardi.

La stretta di Ferragosto

Nel pieno della “pausa” estiva i paesi che si trovano sulla linea di fuoco degli investitori corrono ai ripari anticipando o intensificando lo sforzo di correzione fiscale.

Il Portogallo decide di accrescere l’IVA in anticipo in ottobre dell’anno in corso (rispetto al piano originario che prevedeva l’aumento nel 2012) per ridurre il rapporto deficit PIL del 2011 dal 9.1% al 5.9%. La manovra è approvata dalla troika (Commissione Europea, BCE e FMI) che dà il via libera alla seconda tranche del pacchetto di aiuti finanziari al Portogallo pari a 11.5 miliardi di euro.

In Spagna si anticipano le imposte dovute dalle grandi imprese (ma non si anticipa il pareggio di bilancio). Inoltre si decide di accelerare l’iter per la previsione costituzionale del pareggio di bilancio. Infine Zapatero rassegna le dimissioni dalla carica di primo ministro e decide di uscire di scena non candidandosi a premier nelle elezioni che indice per il 20 novembre. Tutti i sondaggi danno per chiusa l’esperienza di governo dei socialisti e per vincente il *Partido Popular* guidato da Mariano Rajoy. I mercati accolgono con favore la notizia, che sgombra il campo dall’incertezza sulla capacità del governo di portare a termine con successo la manovra di correzione fiscale. Non vi è dubbio infatti che il nuovo governo di centro-destra non rinnegherà gli impegni presi da Zapatero.

Per quanto riguarda l’Italia, della manovra son certi solo i contorni quantitativi, relativi ai principali saldi. Quando si tratta di definirne i contenuti, la maggioranza entra in fibrillazione e mette in crisi la capacità decisionale del governo. Tra agosto e settembre la manovra viene riscritta, dal punto di vista contenutistico quattro volte. L’incertezza regna sovrana su *come* ridurre il deficit, posto che è stato preventivamente definito di *quanto* ridurlo.

Questa incertezza proietta un'ombra sinistra sulla credibilità degli impegni che il governo italiano assume di fronte alla Commissione Europea.

Per quanto sia difficile la gestazione, la maggioranza riesce a condurre in porto la manovra: con due decreti tra luglio e settembre essa si precisa anche nei contenuti e raggiunge quasi 60 miliardi di riduzione del deficit a regime nel 2014. Dagli iniziali 25 miliardi della prima versione del decreto di luglio, si è passati in prima battuta a 49 miliardi con gli emendamenti apportati prima della conversione in legge. L'ultimo decreto ha comportato modifiche complessive per altri 10 miliardi.

Il 19 settembre, comunque, S&P declassa il debito sovrano italiano da A+ ad A. Seguiranno nella stessa direzione Moody's e Fitch (a inizio ottobre).

Ancora più complicato, e allo stato dei fatti inconcludente, l'iter dei provvedimenti per stimolare la crescita. Il governo non riesce a mettere in cantiere provvedimenti legislativi e si limita a presentare una "lettera d'intenti" alla Commissione Europea, che, ovviamente, viene formalmente apprezzata, ma è una evidente manifestazione di debolezza politica prima che programmatica.

Il premier ritiene fino all'ultimo di essere in grado di governare con la maggioranza consolidatasi a seguito del voto di fiducia del dicembre 2010. Manca quindi in Italia la configurazione anticipata di un percorso di decantazione politica come quello disegnato da Zapatero per la Spagna. C'è quindi poco da stupirsi se i mercati puniscono l'Italia facendole pagare uno *spread* – rispetto ai titoli tedeschi – più alto di quello pagato dalla Spagna in ragione di oltre 70 bps (prima dell'accelerazione della crisi agli inizi erano invece i titoli spagnoli a

soffrire un maggior *spread* nei confronti del *bund* pari a 70 bps.).

3. L'evoluzione della crisi negli USA

Contemporaneamente alla crisi di agosto nell'Eurozona, si manifestano le conseguenze dello psicodramma messo in scena a Washington, relativo all'innalzamento del tetto del debito pubblico e caratterizzato dal "braccio di ferro" tra l'amministrazione Obama, spalleggiata dai democratici, e i repubblicani. La pantomima si trascina per una settimana: è chiaro a tutti che un accordo si sarebbe trovato, pena l'inceppamento della macchina statale e che si sarebbe trovato all'ultimo perché né i democratici né i repubblicani vogliono apparire cedevoli.

Il 2 agosto Obama annuncia l'accordo ma si tratta di un accordo di basso profilo e soprattutto significa la fine dello stimolo fiscale alla crescita in una situazione congiunturale decisamente debole.

Il declassamento del debito pubblico USA

Il 5 agosto S&P declassa il debito pubblico americano da AAA a AA+ (gli USA avevano la tripla A dal 1941) e definiscono negativamente il *credit outlook*. Inoltre non escludono un ulteriore declassamento nei successivi 12-18 mesi, perché "il piano di consolidamento fiscale del congresso non contiene ciò che è necessario per limitare il debito a medio termine."⁶ L'amministrazione sostiene che S&P ha sopravvalutato di 2.000 miliardi di dollari (!) il debito che il governo accumulerà nel prossimo decennio. S&P ammette l'errore ma mantiene il *downgrading*. In linea di principio il declassamento del debito sovrano dovrebbe

⁶ Si noti però che era però da metà luglio che S&P aveva fatto intendere di essere orientata al *downgrading*.



spingere i rendimenti dei Treasuries USA verso l'alto. Ma nel brevissimo periodo succede esattamente il contrario perché i titoli di Stato americani godono ancora, in mercati finanziari estremamente turbolenti, dell'effetto *safe haven*.

Gli USA hanno raggiunto nel 2011 un rapporto debito/Pil pari al 100% circa. Di questo, il 32% è in mano estere, principalmente investitori cinesi e giapponesi. Su 15.500 miliardi di dollari di debito, la Cina ne ha 1.200 e il Giappone 900.

Il governo cinese invita gli USA a “una rapida soluzione dei problemi strutturali di debito e alla assoluta garanzia degli *asset* cinesi denominati in dollari”: un paese emergente, e per giunta comunista, detta la linea della virtù fiscale al paese egemone del mondo capitalista.

Alla riapertura dei mercati si ha un bagno di sangue sui mercati finanziari. Lunedì 8 agosto S&P 500 crolla del 6.7%, il DAX scende del 5%, il CAC del 4.7% e l'FTSE 100 del 3.4%.

Curiosamente, il crollo di Borsa beneficia il mercato dei titoli di Stato: in altri termini gli operatori fuggono dalle azioni per rifugiarsi nei ... *Treasuries* (il cui rendimento a due anni scende allo 0.23%) e nei *G-bonds* (il cui rendimento a 10 anni scende al 2.3%) nonostante il declassamento.

La fuga dalle azioni è determinata dalla paura di una nuova recessione (e conseguente riduzione dei profitti e dei dividendi).

Sushil Wadhvani (economista accademico transitato dal *Monetary Policy Committee* della Bank of England prima di approdare al mercato dei capitali come fondatore di un *hedge fund* che porta il suo nome) racchiude icasticamente la situazione nel seguente giudizio: “*The US economy needs near-term fiscal stimulus and credible medium term fiscal tightening. It has neither. This should under mine risk assets and*

global growth.”⁷ Come si intuisce, lo stesso giudizio si applica altrettanto bene all'Eurozona. La fuga verso attività-rifugio beneficia, oltre ai titoli di stato americani, l'oro il cui prezzo sale oltre 1700 dollari l'oncia.

La Fed sceglie la continuità

Martedì 9 agosto è una giornata di rimbalzo dei listini. S&P 500 risale del 4.74%. Ciò essenzialmente perché la Fed, nella riunione del *Federal Open Market Committee* (FOMC) del 9 agosto, ha deciso di tenere i tassi a livelli “eccezionalmente bassi” (attualmente sono tra lo 0 e lo 0.25%) fino al 2013.

La Fed riconosce che il ritmo di espansione dell'economia americana è stato “considerevolmente più lento del previsto” e che il tasso di disoccupazione non calerà presto. Quindi si impegna a tenere bassi i tassi e ad adottare tutte le misure necessarie se le cose dovessero peggiorare per la crescita o la stabilità finanziaria. Tre autorevoli membri del *Board of Governors* si dichiarano contrari a questa linea d'azione.

Alla classica riunione estiva di Jackson Hole, Bernanke conferma l'intenzione di mantenere invariati ancora per lungo tempo i tassi di *policy*, aprendo la possibilità di inaugurare un nuovo round (sarebbe il terzo) di allentamento monetario (ciò che viene definito Quantitative Easing 3).

Alla fine del mese di settembre in occasione di una riunione del FOMC – che dura eccezionalmente due giorni – viene varata l'operazione “Operation Twist” mediante la quale la Fed si propone di ridurre l'inclinazione della curva dei rendimenti – mediante un aumento dei tassi a breve contemporaneo a una diminuzione dei tassi a lunga – al fine di favorire una risoluzione definitiva dei problemi che ancora gravano sul mercato immobiliare e sul mercato dei mutui.

⁷ Prima pagina del Financial Times, 9 agosto 2011.

4. L'accelerazione della crisi dell'Area Euro dopo la "pausa estiva"

Un nuovo piano di salvataggio della Grecia prende forma

La valutazione delle condizioni della finanza pubblica greca che la troika – composta da BCE, IMF e Commissione Europea – conduce in autunno non è confortante. Come era facile attendersi, la contrazione del PIL in Grecia mette a repentaglio il raggiungimento degli obiettivi di riequilibrio fiscale, nonostante l'entità della manovra di correzione.

Il 27 ottobre, dopo una seconda tornata di incontri tra capi di Stato e di governo europei, viene annunciato il piano europeo per il salvataggio della Grecia e per l'assistenza ai paesi in crisi. Si precisa e si completa il piano (disegnato in termini ancora piuttosto generici) di luglio con le seguenti misure:

1. aumento della dimensione del nuovo pacchetto di aiuti alla Grecia da 109 a non meno di 130 miliardi euro,
2. proposta agli investitori di un *haircut* sul valore nominale del debito greco pari al 50%; questo *haircut* verrà implementato su base volontaria,
3. ricapitalizzazione delle banche europee per 106 miliardi euro,
4. ampliamento della capacità di intervento dell'EFSF fino a 1000 miliardi di euro.

La logica del pacchetto è chiara. In primo luogo la dimensione dell'*haircut* (vedi punto 2), che gli investitori dovrebbero accogliere "volontariamente", è così rilevante da sembrare solo un'operazione di cosmesi per nascondere un *default* di fatto. L'obiettivo, nemmeno troppo nascosto, delle autorità europee – o meglio la loro speranza non destinata necessariamente ad essere esaudita – è che un *default* mascherato da riduzione volontaria del credito eviti che si

mettano in moto i pagamenti legati ai CDS sul debito sovrano greco che invece verrebbero attivati senza fallo in caso di *default* esplicito⁸.

Tra i principali investitori in titoli greci ci sono le banche europee. La ricapitalizzazione di cui al punto 3 serve a compensare la riduzione del valore del loro attivo dovuto all'*haircut*.

L'*European Banking Agency* impone infatti alle banche europee la revisione del valore di bilancio delle attività alla luce dei nuovi prezzi di mercato e un aumento al 9% del livello del capitale *core tier 1* rispetto alle attività entro la metà del 2012.

In condizioni di mercato difficili – le banche non riescono a emettere nuovi titoli perché gli investitori le percepiscono come troppo rischiose – si può immaginare che, in buona sostanza, i leader europei preferiscano sussidiare il proprio sistema bancario colpito dall'impossibilità del debitore sovrano greco a rimborsare piuttosto che sussidiare il debitore perché rimborsi le banche.

Infine l'ampliamento della capacità di intervento dell'EFSF risponde all'esigenza di aiutare gli altri paesi deboli (illiquidi ma non insolventi) – in primis Italia e Spagna – a far fronte alla contingenza di un mercato dei titoli straordinariamente depresso.

Ovviamente per far fronte a questa esigenza occorre incrementare drasticamente le dimensioni del fondo salva-Stati.⁹

Ancora una volta, i mercati sembrano accogliere con favore il piano, ma si tratta di una reazione di brevissimo termine. Sugli esiti del piano, poi, all'inizio di novembre cade la bomba del referendum che il primo ministro greco

⁸ Per un approfondimento dell'*haircut* volontario di cui si è resa protagonista la Grecia si rinvia al Cap.4.

⁹ Sul "come" farlo si apre un dibattito di grande interesse, che però è al di là dello scopo di questo saggio.



Papandreou vuole indire per chiedere ai cittadini l'approvazione dei nuovi impegni presi dal governo greco con la troika. Dopo alcuni giorni di braccio di ferro, Papandreou desiste e dà chiaramente segni di voler lasciare per favorire la costituzione di un governo di unità nazionale ad Atene.

Dopo un'(altra) *été brulant* ci aspetta un (altro) *winter of discontent*? Per molti commentatori, la prospettiva è assolutamente sconcertante. L'unica ancora di salvezza sembra la BCE, che però è recalcitrante ad assumere un ruolo ancora più importante e pervasivo di quello – sicuramente di non modesta portata – svolto finora.

5. La BCE come manager di una crisi sovrana

La BCE ha dimostrato nel corso della crisi estiva di essere disponibile a comprare (ovviamente sul solo mercato secondario) titoli di stato dei paesi considerati rischiosi dagli investitori. Questa non è una novità (si tratta della *nuclear option* adottata col primo piano di salvataggio della Grecia varato nel maggio del 2010), ma è sicuramente una buona notizia.

La BCE come supplente dei mercati o dei Governi

In linea di principio, la BCE potrebbe intervenire sul mercato dei titoli di Stato illimitatamente perché può stampare moneta. Ma è chiaro dalle dichiarazioni pubbliche e dai comportamenti di fatto dei suoi dirigenti che essa vuole assumersi un compito *limitato* (in termini di dimensioni) e *temporaneo*, in attesa che prenda corpo il nuovo ed esteso EFSF, ossia il fondo con poteri di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato (come previsto dal piano di luglio) e con disponibilità adeguate

(come previsto dal completamento del piano di fine ottobre).

La BCE non ha intenzione di impegnarsi illimitatamente nell'acquisto di titoli perché così facendo:

- monetizzerebbe il debito e quindi creerebbe rischi inflazionistici;
- ridurrebbe il costo dell'indebitamento – ossia il tasso di interesse sui titoli del debito pubblico – e quindi l'incentivo al riequilibrio fiscale dei paesi i cui titoli oggetto di acquisto da parte della BCE. In questo scenario gli investitori privati si allontanerebbero lasciando la BCE col cerino acceso: essa finirebbe cioè per diventare l'unica prestatrice di questi paesi.

Per questo motivo la BCE si è battuta e si batte, da un lato, per ampliare i poteri e accrescere la dotazione dell'EFSF, dall'altro per costringere al riequilibrio fiscale gli Stati deboli, come mostrato dalle lettere inviate a inizio agosto a Berlusconi e Zapatero e sulle quali ci siamo soffermati più sopra.

A questo punto *la BCE ricopre di fatto il ruolo di ancora della politica economica europea*, ma questo ruolo le è ricaduto sulle spalle per l'intrinseca autorevolezza dell'istituzione (l'unico *policy maker* autenticamente sovranazionale dell'Eurozona) e per mancanza di candidati degni. Essa ne farebbe volentieri a meno.

Di fatto, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008 e poi con la crisi del debito del 2010-11 la BCE è diventata ancora della politica economica perché si è accollata un duplice *ruolo di supplenza*.

In primo luogo *la BCE ha supplito al blocco dell'attività sul mercato interbancario* e alla conseguente evaporazione della liquidità bancaria nel corso della crisi attraverso la

politica di *Enhanced Credit Support* – consistita nel facilitare il rifinanziamento delle banche, attraverso l’acquisto di *covered bonds* emessi dalle banche stesse.

In secondo luogo, *la BCE ha supplito al blocco dell’attività sui mercati dei titoli di Stato dei paesi a rischio*, accollandosi in larga misura il ruolo di acquirente di ultima istanza di questi titoli, attraverso il *Securities Market Programme*.

C’è un denominatore comune tra le due politiche. “A fronte di un problema [quello del debito sovrano e delle conseguenti tensioni sui tassi sui titoli del debito pubblico] che era diverso ma aveva importanti elementi di somiglianza con la precedente fase della crisi, la BCE ha adattato la sua reazione varando il *Securities Market Programme*, ma è rimasta nell’ambito di una versione allargata dell’*Enhanced Credit Support*. Ancora una volta la BCE si è mossa per rimediare al malfunzionamento del mercato che ha ostacolato gravemente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.”¹⁰

... ma una supplente limitata ...

In entrambi i casi, la BCE aspira legittimamente al ritorno alla “normalità”, intesa come un funzionamento dei mercati in cui gli agenti privati (banche nel caso dell’interbancario, banche e investitori non bancari nel caso del mercato dei titoli di Stato) tornano ad essere protagonisti delle transazioni. In altri termini è una *supplente recalcitrante*, che non vede l’ora di tornare al *business as usual*.

Ci si può peraltro legittimamente chiedere fino a quando l’“anormalità attuale” permarrà o, ancor più seriamente, se la stessa nozione di funzionamento “normale” dei mercati finanziari non vada rivista in qualche modo alla luce della crisi e del suo proiettarsi sul futuro.

Paul de Grauwe ha recentemente fatto notare¹¹ che i paesi dell’Eurozona emettono debito in una moneta, l’euro, che sfugge al loro controllo (proprio per la delega della politica monetaria a una banca centrale sovranazionale). Pertanto non possono implicitamente garantire che ci siano sempre fondi a sufficienza per ripagare il debito pubblico come avverrebbe se la banca centrale fosse nazionale.

Questo è un limite strutturale del disegno istituzionale dell’Eurozona, che può generare un “equilibrio cattivo” in cui se un paese è sull’orlo del *default*, gli investitori possono aver incentivo a vendere titoli non solo di quel paese ma anche degli altri paesi partecipanti all’Eurozona, facendo schizzare verso l’alto i rendimenti e creando un circolo vizioso in cui l’illiquidità si trasforma in insolvenza (De Grauwe definisce questo fenomeno una *self fulfilling debt crisis*).

Questo problema strutturale si può superare in due modi:

- (i) con una centralizzazione anche della politica fiscale¹², in modo da far nuovamente coincidere i confini geografici dell’autorità fiscale con quella monetaria, oppure
- (ii) con una garanzia implicita del debito pubblico da parte della BCE attraverso l’attività di *buyer di last resort* dei titoli del debito pubblico, senza limiti di sorta.

¹⁰ Prefazione a “The Concrete Euro. Implementing Monetary Policy in the Euro Area”, a cura di P. Mercier e F. Papadia, p. xii.

¹¹ P. De Grauwe, “The European Central Bank as a Lender of Last Resort”, VOX EU, 18 Agosto 2011.

¹² Si rinvia al capitolo 3 per un approfondimento di tale tema.



L'attribuzione di un ruolo di garante a un'istituzione finanziaria apposita ma non dotata di sovranità monetaria come l'EFSF (o il costituendo ESM) è insufficiente perché per costruzione tale istituzione possiede risorse – per quanto ampie possano essere – limitate e perciò inadeguate per contrastare un (eventuale) massiccio attacco speculativo.

L'analisi di De Grauwe è illuminante. Tuttavia, la sua proposta si scontra con i limiti anche culturali del disegno istituzionale della BCE. Assistiamo pertanto a uno scenario paradossale in cui la BCE si è avventurata – come le consorelle Fed, Bank of England, Bank of Japan – in un territorio inesplorato (e fino a prima della crisi considerato assolutamente insidioso) – quello delle politiche monetarie non convenzionali – al fine di stabilizzare i mercati finanziari ma non riesce a trarne tutte le conseguenze e a comportarsi come un prestatore di ultima istanza a 360 gradi.

... che però non esita a ridurre i tassi

Mario Draghi esordisce in qualità di Presidente della ECB tagliando di 25 bps. i tassi di riferimento, ossia il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (che scende all'1.25%), il tasso sul rifinanziamento marginale (che scende al 2%) e il tasso sui depositi presso la BCE (che scende allo 0.50%): in altri termini l'intero "corridoio" dei tassi di interesse di *policy* viene spostato verso il basso di 25 bps.

Si tratta di una mossa coraggiosa (presa nel terzo giorno da Presidente) ma non del tutto inattesa. Già nella precedente riunione del Consiglio Direttivo della BCE sotto Trichet, infatti, era stato sottolineato che la situazione macroeconomica dell'Eurozona era

caratterizzata da una espansione lenta¹³ (il PIL è cresciuto dello 0.2% nel secondo trimestre del 2011) e da una intensificazione del *downside risk*, esattamente la stessa motivazione che Draghi ha apportato per giustificare il taglio dei tassi di riferimento.

La preoccupazione principale del nuovo Presidente nella dichiarazione di apertura e durante la conferenza stampa è sembrata quella di sottolineare la continuità con le linee di intervento della presidenza precedente.

In primo luogo è stata ribadita la priorità del mantenimento della stabilità monetaria come obiettivo finale della BCE. Al solito, la stabilità monetaria è definita come un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2%. Attualmente, in realtà, il tasso di inflazione nell'Eurozona è vicino al 3%, ma l'opinione di consenso alla BCE (e anche tra gli analisti congiunturali) è che il livello attuale dell'inflazione sia sospinto dai prezzi del petrolio e delle altre *commodities* – e che queste tensioni sui prezzi sono destinate e rientrare con l'affievolirsi dell'espansione.

Il tasso di crescita della moneta nell'accezione ampia (M3) si è attestato attorno al 3% in agosto e settembre. Approssimativamente allo stesso tasso cresce il credito al settore privato. Gli sviluppi dal lato della crescita della moneta quindi non fanno pensare a tensioni sul lato dei prezzi.

¹³ Il presidente uscente della BCE, Jean-Claude Trichet, ha spiegato che nonostante l'inflazione attuale e quella attesa per i prossimi mesi sia probabilmente superiore al 2%, la difficile situazione economica finanziaria spinge le aspettative di inflazione di medio periodo verso il basso. "Le continue tensioni sui mercati finanziari ed effetti negativi sulle condizioni di finanziamento freneranno il passo della crescita nell'eurozona nel secondo semestre" mantenendo le prospettive sui prezzi "equilibrate". Considerazioni analoghe sono state utilizzate dal neo-governatore Draghi per giustificare la decisione di diminuire i tassi di *policy*.

Draghi ha ribadito la volontà di continuare a operare – essenzialmente attraverso il meccanismo basato sulle operazioni di finanziamento principale (con erogazione illimitata di liquidità, al tasso prefissato) – affinché le banche dell'area euro non siano “vincolate dal lato della liquidità”.

Le operazioni di politica monetaria straordinarie (o non convenzionali) miranti a accrescere la liquidità delle banche sono tuttora attive. Già nella riunione del Consiglio Direttivo del 6 ottobre era stato lanciato un nuovo round del *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP2), i cui dettagli tecnici sono stati precisati a margine della riunione del 3 novembre. Draghi peraltro insiste sulla natura temporanea di queste misure.

Nella dichiarazione di apertura alla conferenza stampa, Draghi ribadisce il dovere, per le autorità di politica fiscale nazionali, di mantenere condizioni ordinate di finanza pubblica: “tutti i governi dell'area euro devono mostrare la loro inflessibile determinazione a onorare pienamente gli impegni sovrani come elemento chiave per assicurare la stabilità finanziaria nell'area euro.” Inoltre, lancia un appello in favore di riforme strutturali che rilancino la crescita. Affermazioni di questo tono non sono nuove nelle dichiarazioni ufficiali della BCE, assumono anzi talvolta il sapore di dichiarazioni di rito.

Non vi è invece alcun riferimento nella dichiarazione di apertura alla attività della BCE di acquisto di titoli del debito sovrano. Sono i giornalisti a richiamare l'attenzione su questo punto chiedendo a Draghi di esprimersi sulla natura di tali interventi e sull'eventuale ruolo di *lender of last resort* della BCE.

Ancora una volta, il nuovo presidente sceglie la linea della continuità. Ribadisce che il *Securities*

Markets Programme (SMP) ha avuto e ha tre caratteristiche: è temporaneo, limitato e mirante solo a ristabilire il funzionamento normale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Quanto al ruolo di *lender of last resort*, egli afferma che questo ruolo non è nel ‘pool genetico’ della BCE. La BCE è votata alla stabilità monetaria, un'affermazione da banchiere centrale teutonico come nella rappresentazione un po' caricaturale che del personaggio è stata fatta nella stampa.

È interessante notare, peraltro, che Draghi non risponde esplicitamente alla domanda: quando l'EFSF sarà stabilito, la BCE smetterà di comprare titoli del debito pubblico come affermato da Trichet?

Egli preferisce lasciarsi un margine di discrezionalità, affermando soltanto che l'SMP sarà implementato e costantemente verificato in base alle tre caratteristiche definite precedentemente.



2. DIECI ANNI DI MONETA UNICA IN EUROPA ♦

Il primo gennaio 1999 nasce formalmente l'Euro, mediante la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le valute europee aderenti all'Unione Monetaria Europea (UME). Tuttavia, è solo a partire dal primo gennaio 2002 che inizia la reale circolazione di monete metalliche e banconote.

Oggi l'Euro è la moneta utilizzata da 332 milioni di persone in diciassette paesi diversi¹. Proprio nell'anno in cui si sarebbe dovuto celebrare il primo decennale di vita della moneta unica europea², sono stati definiti diversi piani di salvataggio volti – almeno in linea di principio – a risolvere una crisi dell'UME che appare sempre più profonda.

L'economia dell'eurozona ha recentemente attraversato un periodo di recessione, dopo anni di continua crescita, e si accinge a entrare in una nuova fase recessiva nel corso dei prossimi trimestri. La crisi finanziaria – iniziata nel 2007/2008 negli USA a seguito di uno shock che originariamente colpisce il settore privato statunitense – ha avuto un forte impatto sull'economia del vecchio continente svelando alcuni punti deboli della costruzione monetaria europea. Per questi motivi, per valutare i primi dieci anni di circolazione dell'euro e indirizzare una riflessione sugli eventuali cambiamenti di

♦ A cura di Daniele Siena.

¹ Popolazione al 1 gennaio 2011, Eurostat .L'ultima nazione ad aver aderito è stata l'Estonia nel 2011.

² Il primo decennio di vita dell'Euro viene ufficialmente celebrato già nel Maggio 2008 mediante la pubblicazione di un numero speciale del Bollettino mensile della BCE. I primi dieci anni di vita dell'Euro tengono conto anche del triennio (1999-2001) durante i quali l'Euro rimane ancora – come l'avrebbe definita Einaudi – una “moneta immaginaria”, essendo principalmente usata come unità di conto e non come mezzo di pagamento fisico.

governance europea – dopo aver passato in rassegna nel Cap.1 le tendenze congiunturali più recenti – andremo ad approfondire sia gli andamenti conosciuti da alcune delle principali variabili macro in questi primi dieci anni di moneta unica che le principali caratteristiche dell'architettura istituzionale dell'UME.

1. Squilibri correnti e posizioni debitorie dei paesi EMU. Il ruolo dei PIGS

Dall'introduzione dell'Euro, i paesi membri dell'UME sono stati soggetti ad una intensificazione degli effetti dovuti alla accresciuta mobilità di beni, servizi e attività finanziarie – derivante dalla costituzione del mercato unico europeo – realizzatasi proprio a seguito della introduzione della moneta unica. La possibilità di utilizzare un unico mezzo di pagamento comunemente accettato all'interno della regione UME ha infatti comportato una decisa intensificazione degli scambi, derivante da una sostanziale riduzione dei costi di transazione (oltre che alla totale eliminazione del rischio di cambio) rispetto alla situazione vigente prima del 1998.

Diventa quindi necessario – al fine di raggiungere una miglior comprensione della situazione macroeconomica dei paesi membri dell'UME (e in particolare dei paesi in difficoltà come i PIGS) – analizzare i movimenti riguardanti le principali voci della bilancia dei pagamenti, dalla nascita dell'euro fino ad oggi.

All'interno dell'area euro, si nota una chiara divisione tra nazioni stabilmente in deficit e paesi finanziatori tali deficit. La FIG. 1 mostra l'andamento del conto delle partite correnti nei principali paesi dell'eurozona a partire dal 1998.

BOX – Bilancia dei Pagamenti

La bilancia dei pagamenti è lo strumento contabile dove vengono registrate tutte le transazioni economiche di un paese con l'estero. È composta da tre sezioni: il conto corrente, il conto capitale e il conto finanziario. Ogni transazione internazionale viene contabilizzata contemporaneamente due volte, una da un punto di vista di debito e l'altra in forma di credito, rispettivamente nel conto corrente o conto capitale e l'altra nel conto finanziario.

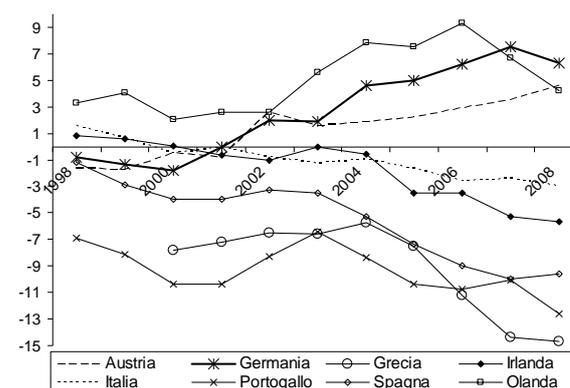
Nel conto delle partite correnti vengono registrate le transazioni non finanziarie, come lo scambio di merci e servizi e i redditi da fattori di produzione. Al suo interno vengono quindi registrate le esportazioni nette, il flusso netto di redditi da lavoro dipendente e da capitale. Da un punto di vista economico reale le partite correnti misurano la differenza tra le risorse disponibili e l'ammontare di spese complessivamente realizzate. Ne consegue che il saldo corrente misura la variazione della posizione netta verso l'estero di un sistema economico, determinando nel tempo la direzione e l'intensità con cui un sistema economico accumula o decumula debito nei confronti del resto del mondo.

Nel conto capitale vengono inseriti invece i trasferimenti unilaterali che includono trasferimenti privati (come trasferimenti connessi all'espatrio o rimpatrio definitivo di emigrati o remissione di debiti), trasferimenti pubblici (trasferimenti da organismi internazionali o remissioni del debito di paesi in via di sviluppo) e acquisizioni e cessioni di attività non finanziarie non prodotte.

Il conto finanziario registra tutti gli acquisti e le vendite internazionali di attività finanziarie. Lo compongono gli investimenti diretti esteri, gli investimenti di portafoglio, lo scambio di derivati, altri investimenti e infine lo stock di riserve ufficiali.

Si nota chiaramente come le partite correnti di Germania, Olanda e Austria siano stabilmente in territorio positivo, mentre quelle dei PIGS e dell'Italia registrino sistematicamente dei disavanzi, talvolta molto consistenti.

FIG. 1 – Saldo delle partite correnti (%PIL)



Fonte: OCSE

La letteratura economica ha stabilito da tempo come un deficit di conto corrente non costituisca di per sé un risultato negativo.

La teoria economica suggerisce infatti che – con la liberalizzazione dei flussi finanziari e commerciali internazionali – i paesi economicamente più poveri possano essere caratterizzati da un conto delle partite correnti negativo, bilanciato da un afflusso netto di capitali. La premessa perché questo accada è che i paesi più poveri abbiano un livello di produzione relativamente più basso dovuto ad un livello di capitale inferiore. Il rendimento sul capitale investito sarà quindi più elevato³ e

³ Semplificando il ragionamento, il rendimento sul capitale è più alto nelle economie relativamente più povere per questa ragione: prima dell'apertura dei mercati finanziari, l'ammontare del capitale all'interno delle economie povere è scarso. La domanda di capitale da parte delle imprese (determinata dalla capacità produttiva marginale del capitale) sarà maggiore dell'offerta. Il rendimento che le imprese sono disposte a corrispondere agli

fungerà da stimolo per l'afflusso di capitali dai paesi esteri (relativamente più ricchi e con rendimenti sul capitale investito più bassi). Inoltre, i paesi che godono di afflussi di capitali esteri avranno – sotto certe condizioni – prospettive di crescita più elevate. A fronte di un tasso atteso di crescita futura più elevato, gli agenti che risiedono all'interno delle economie povere risparmieranno meno (prenderanno a prestito di più ripagando con la crescita futura) e consumeranno di più (sia beni prodotti domesticamente che beni esteri importati) diminuendo le esportazioni nette.⁴

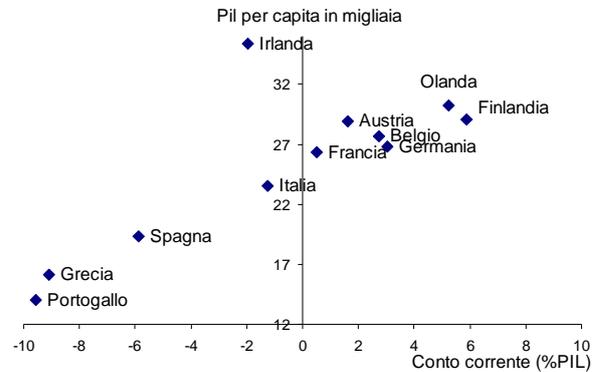
Il combinato disposto generato dall'azione di questi due meccanismi comporta quindi naturalmente un deficit del conto delle partite correnti nei paesi relativamente più poveri; per converso, l'operare dello stesso meccanismo, conduce i paesi più sviluppati verso la condizione di creditori netti. La FIG. 2 mostra come questo si sia verificato anche all'interno dell'UME tra il 1998 e il 2008: si nota infatti come i paesi con il più basso Pil pro-capite abbiano registrato i maggiori disavanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti.

Più precisamente, ben tre dei quattro PIGS sono i paesi con il più alto deficit corrente in proporzione al PIL e con il più basso livello del Pil pro-capite all'inizio del periodo considerato – l'eccezione essendo l'economia irlandese che alla fine del XX secolo aveva già raggiunto un tenore di vita decisamente elevato grazie alle straordinarie performances degli anni '80 e '90.

agenti economici (coloro che prestano capitale alle imprese in cambio di capitale) sarà più elevato in quelle economie dove il capitale è relativamente più scarso.

⁴ Per un approfondimento della teoria economica qui sintetizzata e dei test empirici di queste teorie si rimanda a Blanchard e Giavazzi (2002), Krugman e Obstfeld(2007) e Obstfeld e Rogoff (1996).

FIG. 2: Saldo delle partite correnti(in quota di PIL) e PIL pro-capite (valori medi, periodo 1999-2008)

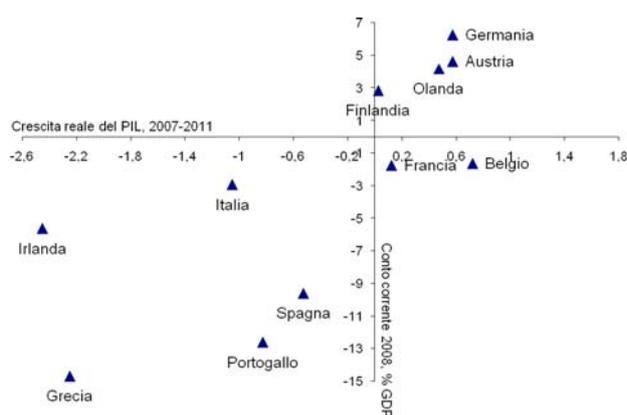


Fonte: EUROSTAT

Il va sans dire nel decennio dal 1998 alla fine del 2008, gli stessi paesi PIGS hanno visto più che raddoppiare l'afflusso di capitali all'interno delle loro economie.

A conferma di quanto osservato nel primo capitolo, la FIG. 3 mostra però che i paesi che hanno sofferto maggiormente la crisi (registrando tassi di crescita inferiori rispetto al resto dell'UME tra il 2007 e il 2011) sono stati proprio i paesi caratterizzati da ampi afflussi di capitale durante il periodo precedente lo scoppio della crisi. La FIG. 3 mostra sull'asse delle ascisse il tasso medio annuo di crescita del PIL tra il 2007 e il 2011, e sull'asse delle ordinate la situazione di conto corrente che fronteggiavano i paesi all'inizio della crisi.

FIG. 3: Saldo delle partite correnti (in quota di PIL) e tasso medio annuo di crescita del PIL (periodo 2007 - 2011): paesi UME



Fonte: EUROSTAT

La constatazione che i PIGS siano i paesi che hanno sofferto di più la crisi solleva qualche dubbio sull'applicazione della teoria economica relativa ai movimenti di capitale al caso dell'UME. Infatti, a fronte di un ingresso di capitali dovuti a un'aspettativa di crescita maggiore trainata dagli investimenti, ci si poteva legittimamente aspettare che gli stessi PIGS sarebbero stati in grado di ripristinare una fase di crescita una volta usciti dal periodo di crisi.

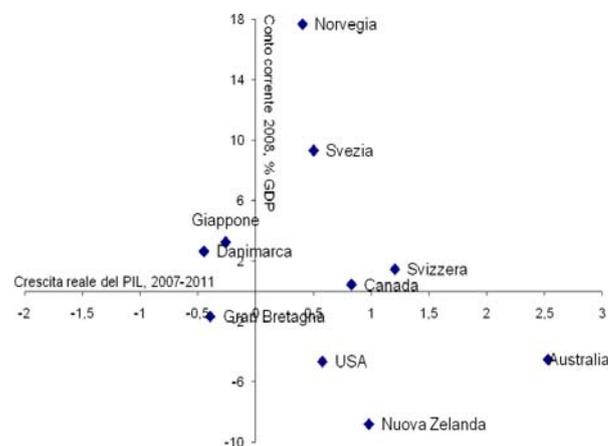
A parte la sola eccezione dell'Irlanda - che nei primi due trimestri del 2011 ha fatto meglio del previsto, con una crescita trainata dall'export - Portogallo, Spagna e Grecia hanno invece registrato tassi di crescita negativi e i più alti tassi di disoccupazione dell'eurozona⁵. Ciò che potrebbe apparire in prima battuta un *puzzle* è in realtà un fatto che può essere facilmente spiegato. Un deficit delle partite correnti potrebbe infatti essere non tanto un segnale di maggiore crescita futura, quanto piuttosto di

⁵ Anche in Irlanda la disoccupazione, ad agosto 2011, è risultata molto elevata essendo pari al 14.6%.

mancanza di competitività unita alla eccessiva dinamica dei consumi interni.

La FIG. 4 replica lo stesso esercizio alla base della FIG. 3, mettendo in relazione il tasso di crescita dal 2007 al 2011 con la situazione di conto delle partite correnti allo scoppio della crisi. In questo caso vengono però considerati paesi esterni all'UME, caratterizzati da persistenti deficit o surplus della bilancia commerciale (come ad esempio Australia, Norvegia, Nuova Zelanda, Stati Uniti, Svezia e Svizzera). Si vede che in questo caso la relazione positiva tra mancanza di crescita nel periodo post crisi e deficit di bilancia commerciale scompare. Questo sembra suggerire che qualcosa di particolare sia successo all'interno dell'UME che vale la pena investigare più a fondo.

FIG. 4: Saldo delle partite correnti (in quota di PIL) e tasso medio annuo di crescita del PIL (periodo 2007 - 2011): paesi extra- UME



Fonte: OCSE

Come abbiamo visto, i capitali che affluiscono in un paese possono andare ad alimentare due meccanismi: il primo legato all'offerta, aumentando la produzione attraverso gli

investimenti; il secondo collegato alla domanda, aumentando la domanda di consumi. I due meccanismi si muovono contemporaneamente ma si differenziano in maniera rilevante. Il primo sostiene una maggiore efficienza produttiva, rendendo il paese più competitivo. Il secondo invece traina la crescita attraverso una maggiore domanda di beni che porta ad una produzione maggiore unitamente a un livello dei prezzi spesso in crescita.

Ritornando al caso dei PIGS, cerchiamo di esaminare quale tipo di afflussi di capitale ne abbia caratterizzato la partecipazione nei primi dieci anni di unione monetaria. Come noto gli investimenti diretti esteri (IDE) sono movimenti di capitali volti a realizzare investimenti duraturi in imprese operanti o di nuova costituzione nel paese estero, che tendono ad aumentare l'efficienza dell'intero sistema economico. Pertanto possono essere interpretati come un importante indicatore del meccanismo fondato su di afflussi di capitale che vanno a modificare il lato dell'offerta.

La FIG. 5 ci mostra che nel solo caso del Portogallo gli IDE hanno avuto un trend crescente durante tutto il periodo pre-crisi. Al contrario, in Spagna e in Irlanda c'è stato un netto aumento degli IDE solamente nella prima fase di vita dell'euro, dal 1999 al 2002. Dal 2002 al 2008 invece questi si sono decisamente ridotti, assumendo un'incidenza (in quota del PIL) inferiore rispetto a quella avuta alla nascita dell'euro. Il fenomeno potrebbe trovare una semplice spiegazione qualora i capitali (come saldo complessivo) – nella seconda parte del primo decennio di vita dell'euro – fossero iniziati ad uscire dall'Irlanda e dalla Spagna.

FIG. 5 – Investimenti diretti esteri netti (quota di PIL): area PIGS



Fonte: UNCTAD. Scala di sinistra relativa all'Irlanda; scala di destra relativa a Portogallo, Spagna e Grecia.

La FIG. 6 dimostra però che tra il 2002 e il 2008 si è verificato il periodo di maggior accelerazione del deficit di conto corrente per i paesi PIGS, che si è quindi accompagnato a un forte incremento negli afflussi di capitale. Ne consegue che l'ipotesi secondo cui la riduzione degli IDE sia riconducibile ad un deflusso netto complessivo di capitali da paesi come Spagna e Irlanda è da escludersi.

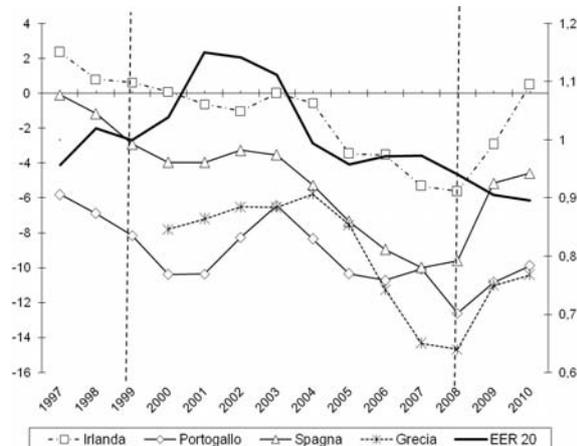
Per capire meglio cosa sia accaduto può essere utile dare uno sguardo anche alla FIG. 6 che riporta l'andamento del tasso di cambio nominale effettivo dell'euro – nei confronti delle valute dei 20 maggiori partner commerciali dell'UME (Effective Exchange Rate, EER 20, rappresentato con una linea continua) – costruito in modo tale che un suo aumento segnala un deprezzamento.

E' immediato notare che l'andamento del tasso di cambio tra le due linee verticali tratteggiate (che identificano rispettivamente l'anno di introduzione dell'euro e quello dello scoppio della crisi) segue molto da vicino il movimento

degli IDE e sembra anticipare quello del conto corrente dei paesi PIGS.

Per quanto riguarda l'andamento del saldo corrente, questo risultato non dovrebbe sorprendere e trova una semplice spiegazione economica. Dopo una fase iniziale di difficoltà (dal 1999 al 2002), l'Euro ha incominciato a essere una valuta di riferimento internazionale, apprezzandosi nei confronti delle altre valute. Così facendo le esportazioni europee, soprattutto quelle dei paesi PIGS, hanno iniziato ad andare in sofferenza determinando il peggioramento del loro saldo corrente.

FIG. 6 – Saldo delle partite correnti (in quota di PIL) PIGS e tasso di cambio nominale effettivo (EER 20): periodo 1997-2010



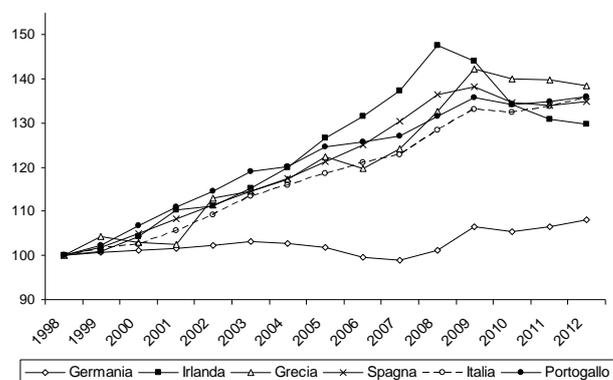
Fonte: Dati Eurostat.

Tuttavia, ciò che costituisce la causa principale del deterioramento del saldo corrente dei PIGS non è tanto l'apprezzamento del cambio reale effettivo dell'Euro nei confronti dei paesi esterni all'UME. Quanto piuttosto la perdita di competitività che i paesi PIGS hanno registrato – all'interno dell'UME – nei confronti dei loro partner comunitari più ricchi (come la Germania) in conseguenza di una dinamica

particolarmente intensa registrata dai costi unitari di produzione.

La FIG.7 mostra in modo inequivocabile come – a partire dalla fissazione irrevocabile dei tassi cambio tra le monete componenti l'Euro (1998) – si manifesti una continua crescita dei costi di produzione (sia nell'area PIGS che in Italia) mentre questi rimangono sostanzialmente invariati in Germania.

FIG. 7 – Costi unitari del lavoro (1998=100)



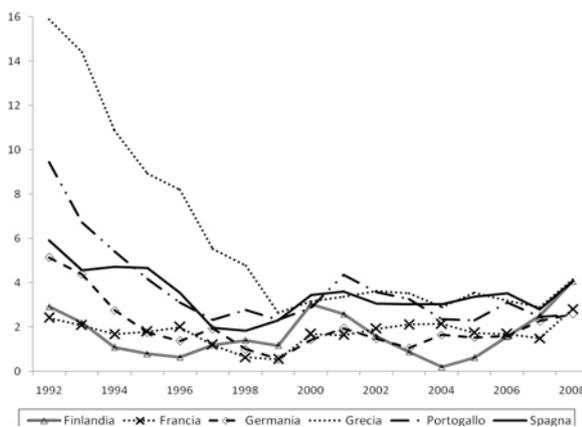
Fonte: Dati Eurostat.

Concentrandoci sugli afflussi di IDE nei PIGS, il fatto che la loro riduzione coincida con l'apprezzamento dell'euro potrebbe essere spiegato ricorrendo alla constatazione che un continuo apprezzamento dell'Euro rende più costosa per i soggetti extra-UME l'acquisizione di unità produttive già esistenti nell'area Euro. In realtà – visto e considerato che molti IDE all'interno dell'area PIGS originavano all'interno della stessa UME – è decisamente più plausibile una interpretazione differente, fondata sulla considerazione della minor attrattività di quelle aree dovuta a ciò che stava accadendo ai costi unitari di produzione (la cui crescita conosce un'accelerazione a partire dal 2002). Quello che ci interessa sottolineare in questa breve analisi è che nello stesso periodo in cui

l'Euro sia afferma come una moneta di riferimento per gli scambi esteri e conosce un sostanziale apprezzamento sui mercati valutari, le risorse finanziarie continuano ad affluire in maniera sempre più consistente all'interno dei paesi PIGS – con una ricomposizione a danno degli IDE e a favore degli investimenti di portafoglio e dei flussi interbancari – per finanziare attività di consumo. Ciò ci consente di affermare che gli afflussi di capitale all'interno dell'area PIGS – soprattutto nel corso degli ultimi anni – abbiano avuto a che vedere più con fattori dal lato della domanda che con elementi dal lato dell'offerta.

A ulteriore supporto di questa interpretazione, la FIG. 8 mostra i tassi di inflazione all'interno dei paesi dell'UME. Benché nettamente ridottisi con l'introduzione dell'euro, si può notare come i paesi PIGS siano stati caratterizzati da tassi di inflazione costantemente più alti. Questo dato porta a due considerazioni che supportano l'idea che l'attività di finanziamento dello squilibrio di parte corrente andasse a incidere sulla domanda più che sull'offerta:

FIG. 8: Tassi di inflazione: paesi UME (1992-2008)



Fonte: OCSE

- 1) Dato il tasso di interesse nominale fissato dalla BCE, il tasso di interesse reale è inferiore nei paesi con un tasso di inflazione più alto. Quindi nei PIGS crescevano gli incentivi a indebitarsi.
- 2) La maggior crescita dei costi e dei prezzi conduce rapidamente a un apprezzamento del tasso di cambio reale che sostiene le importazioni e frena le esportazioni.

L'improvvisa riduzione della disponibilità di capitali esteri, dovuto allo scoppio della crisi finanziaria, ha amplificato le fragilità di alcuni paesi europei, in primis proprio dei PIGS. Non potendo più fare affidamento sulla domanda privata domestica – che era in gran parte finanziata a debito con capitali stranieri – l'economia di questi paesi ha conosciuto un drammatico rallentamento. Quando la fase peggiore della crisi finanziaria sembrava volgere al termine, Portogallo, Spagna e Grecia non potevano più contare su un settore produttivo efficiente e in grado di competere nell'arena internazionale. Questo ha comportato l'incapacità di sfruttare, attraverso l'esportazione, la crescente domanda dei paesi emergenti che hanno sofferto in modo meno intenso la crisi. Al contrario, la Germania, è riuscita a utilizzare le esportazioni nette come traino per la crescita.

2. Dai PIGS ai GIPSI⁶?

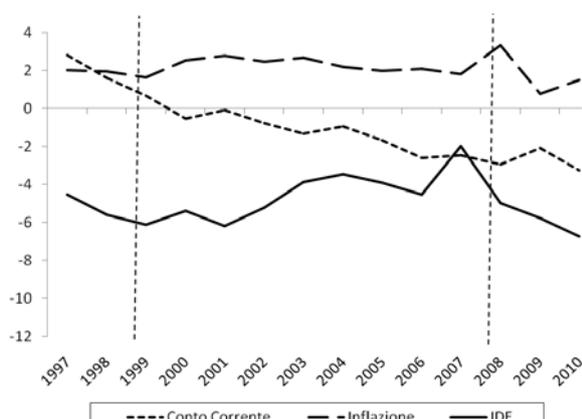
Passando alla considerazione del caso italiano, si traggono conclusioni abbastanza differenti

⁶ Con l'acronimo GIPSI si intende il gruppo dei PIGS aumentato per la presenza dell'Italia. E' da ricordare che ancora all'inizio degli anni '90 i PIGS identificavano esclusivamente i paesi europei (facenti parte dell'allora Comunità Europea) della regione meridionale, quali Portogallo, Italia, Grecia e Spagna. L'Irlanda ne era esclusa.

rispetto a quelle evidenziate con riferimento al gruppo dei PIGS. La FIG. 9 mostra l'andamento del saldo delle partite correnti, degli investimenti diretti esteri e dell'inflazione – nel nostro paese – dal 1997 al 2010.

E' immediato notare come – analogamente ai paesi PIGS – l'Italia sia stata caratterizzata, nei primi dieci anni di vita dell'euro, da un saldo delle partite di conto corrente negativo e in continua diminuzione.

FIG. 9: Saldo delle partite correnti e degli Investimenti diretti esteri netti (in quota di PIL) e tasso di inflazione: Italia



Fonte: Eurostat

Dal 2000 al 2010 il nostro paese ha infatti sperimentato una crescita continua del deficit di conto corrente che ha registrato un valore medio pari all'1,7% del Pil. Tuttavia, anche nel 2008 – anno in cui il deficit corrente raggiunge il 3,0% del Pil – lo squilibrio del conto corrente italiano rimane sostanzialmente più contenuto di quello normalmente registrato dalle altre economie PIGS. Un risultato che spiega l'assenza per l'Italia di un cospicuo debito estero – la cui consistenza (pari a 420 mld. di Euro) rimane ancora oggi inferiore al 30% del Pil. – ma che al

tempo stesso non cancella il problema di una strisciante perdita di competitività di prezzo sofferta dal nostro sistema economico. Benché l'inflazione – rimasta quasi costantemente intorno al 2% – sia stata significativamente sempre inferiore a quella dei PIGS, è risultata sempre superiore a quella registrata da Germania e Francia, determinando in tal modo un continuo apprezzamento del tasso di cambio reale italiano che ha penalizzato le nostre esportazioni verso i nostri principali partner commerciali.

Inoltre emergono delle divergenze anche per quanto concerne le modalità di finanziamento del deficit corrente. Come mostra la FIG. 17 l'afflusso di risorse finanziarie dall'estero non può essere certamente ricondotto a un andamento positivo seguito dagli investimenti diretti esteri. Tale voce ha infatti registrato nel periodo considerato un saldo medio negativo vicino al 5,0% del Pil, che conferma la scarsa propensione mostrata dal nostro paese nei confronti di un processo di multinazionalizzazione passiva. Piuttosto, il finanziamento del deficit corrente è stato sostenuto in parte da operazioni per gran parte riconducibili a investimenti di portafoglio.

Divergenze con i PIGS si evidenziano anche sul fronte dei conti pubblici. Diversamente dai PIGS, l'Italia registra un deficit pubblico relativamente contenuto che si accompagna ad un debito pubblico tra i più elevati (pari al 120% del Pil) sia rispetto agli altri PIGS (con la sola eccezione della Spagna, ove il debito pubblico ha una consistenza non ancora particolarmente elevata, essendo di poco inferiore al 70%) che anche nei confronti dei paesi che costituiscono il nocciolo duro dell'UME.

La considerazione di questi elementi ci fa comprendere come la situazione italiana –

nonostante sia simile per quanto riguarda il livello (elevato) del debito pubblico – sia in realtà differente da quella degli altri paesi PIGS. In modo particolare, il problema che affligge più intensamente l'economia italiana è la sua permanente incapacità di crescere. L'Italia infatti, considerando il periodo tra il 1999 e il 2008 è il paese membro dell'area euro con il tasso di crescita annuale più basso, pari solamente all'1.9%.

3. Debito e deficit pubblico e spread sovrani

I governi centrali dei paesi membri dell'unione monetaria europea, durante la crisi, sono intervenuti per sostenere l'economia dei loro paesi. In alcuni casi, come per esempio nei PIGS, hanno cercato di attenuare il crollo dei consumi privati con un aumento dei consumi pubblici. Questo intervento ha però messo le finanze pubbliche di diversi paesi in difficoltà. Il timore che il peso del debito pubblico potesse rivelarsi insostenibile ha determinato un rapido aumento dei tassi di interesse sui titoli di stato di questi paesi.

All'aumentare degli interessi aumenta evidentemente l'onere del servizio sul debito stesso, rendendo ancora meno credibile – in quanto più difficile da realizzare – il programma di consolidamento che viene richiesto dal mercato per garantire la sostenibilità della finanza pubblica nel più lungo termine. Si viene così a creare un vero e proprio circolo vizioso. I tassi crescono, la condizione di finanza pubblica diventa meno sostenibile, aumenta il premio per il rischio (sovrano) richiesto dal mercato, i tassi conoscono un ulteriore incremento....

La TAB. 3 mostra il debito pubblico esistente alla fine del secondo trimestre del 2011, il deficit e il disavanzo primario pubblico del 2010.

L'ultima colonna indica il tasso di interesse sui titoli di stato decennali, rilevato nel mese di settembre 2011.

TAB. 3 – Saldi di finanza pubblica (quote di PIL) e tasso di interesse sui titoli sovrani

	Debito (%PIL)	Deficit (%PIL)	Saldo Primario (%PIL)	Tasso Interesse sui titoli di stato*
	II Trimestre 2011	2010	2010	Settembre 2011
Area Euro	87,4	-4,4	-1,7	
Austria	72,5	-4,1	-0,7	2,64
Belgio	98,4	-5,3	-3,1	3,88
Cipro	66,8	0,2	0,4	7,00
Estonia	6,2	-6,2	-3,4	5,78**
Finlandia	45,3	-2,5	-1,5	2,35
Francia	86,1	-7,1	-4,6	2,64
Germania	81,1	-4,3	-1,8	1,83
Grecia	151,9	-10,6	-5,0	17,78
Irlanda	104,6	-31,3	-28,2	8,51
Italia	121,4	-4,6	-0,1	5,75
Lux	18,7	-1,1	-0,7	2,27
Malta	71,6	-3,6	-0,6	4,14
Olanda	63,8	-5,1	-3,1	2,34
Portogallo	106,3	-9,8	-6,8	11,34
Slovacchia	42,5	-7,7	-6,3	4,25
Slovenia	44,4	-5,8	-4,2	4,86
Spagna	65,2	-9,3	-7,4	5,20

Fonte: Dati Eurostat.

*Tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) armonizzato.

**Per l'Estonia il dato risale a dicembre 2010.

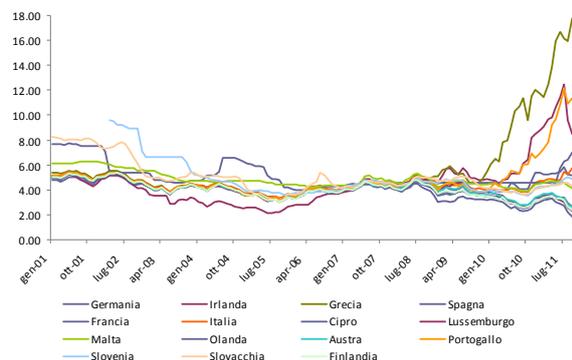
Come si evince dalla TAB.3 la situazione della finanza pubblica all'interno dell'Unione Europea – e dell'UME in particolare – è caratterizzata da un notevole grado di divergenza.

Eppure sino allo scoppio della crisi il mercato percepiva come simili (dal punto di vista della rischiosità attribuita ai diversi titoli di stato) anche le situazioni di debitori sovrani assai

differenti (in termini di livelli e tendenze seguite dal rapporto deficit/PIL e debito pubblico/PIL).

Come mostra la FIG. 9, l'introduzione dell'euro (1998) ha infatti contribuito in maniera netta a far convergere i tassi di interesse sui titoli di stato a lungo termine nei diversi paesi membri. Ciò grazie ad un abbattimento del rischio sovrano che si è venuto manifestando contemporaneamente alla eliminazione del rischio di cambio. Basti pensare che ad aprile 2007 tutti i tassi di interesse erano compresi tra il minimo rilevato in Germania, pari al 4,15% e il massimo di Cipro, pari al 4,44%. Lo spread sovrano era quindi inferiore ai 300 punti base!

FIG. 9 – Tassi di interesse sui titoli di stato (scadenza decennale)



Fonte: ECB.

Con lo scoppio della crisi finanziaria, questo "periodo di grazia" ha termine. In un breve arco di tempo, il mercato effettua un consistente *repricing* del rischio sovrano all'interno dell'UME. In pochi mesi i tassi sui titoli del debito pubblico dei diversi paesi UME tornano ad essere caratterizzati da una sostanziale nonché crescente divergenza⁷. Nel momento in cui scriviamo lo spread tra il rendimento dei titoli italiani e il bund (complice anche la crisi

⁷ Per una descrizione più precisa di quanto accaduto nel corso degli ultimi mesi del 2011 si rinvia al cap.1.

politica appena inaugurata) arriva a superare i 500 punti base. Un livello che non veniva raggiunto sin dal 1996!

Man mano che la crisi dispiega pienamente i suoi effetti si evidenziano sempre di più i limiti della costruzione europea, che affondano non solo nell'assenza di un consistente processo di crescita (soprattutto all'interno di alcuni paesi), ma che possono essere fatti risalire anche alla mancanza di una solida *governance* a livello europeo. Solo usando questa chiave di lettura diventa possibile spiegare le crescenti difficoltà incontrate da un'area come quella europea il cui debito pubblico ammonta all'87,4% del PIL, un valore inferiore a quello che caratterizza sia il Regno Unito (94,1%) che gli USA (99,5%).

4. Dalla crisi del sub-prime alla crisi dei debiti sovrani alla crisi dell'UME.

E' all'interno di questo contesto – ricco di squilibri sia dal lato dei flussi che da quello degli stock, sia per quanto concerne la situazione dei conti con l'estero che per quanto riguarda l'evoluzione della contabilità del settore pubblico e privato – che si sviluppano gli effetti della crisi del *sub-prime* originata negli USA a partire dall'agosto 2007.

In rapida sequenza, lo scoppio della bolla immobiliare e l'inizio della crisi del *subprime* innescano una serie di reazioni che mettono immediatamente a nudo le fragilità e gli squilibri esistenti all'interno dell'Eurozona.

E' da sottolineare come il deterioramento del quadro macro-finanziario si manifesti in tutta l'area PIGS – indipendentemente da quale fosse stata il settore originariamente responsabile dell'accumulazione di squilibri e di fragilità. La crisi si manifesta con toni più intensi rispetto al

resto dell'area Euro sia in Spagna che in Irlanda – ove originariamente è il settore privato a contribuire alla formazione di ampi deficit correnti e all'accumulazione di debito estero – che in Grecia e Portogallo, ove invece è il settore pubblico a generare squilibri considerevoli che conducono alla creazione sia di un ingente debito pubblico che di ampi deficit correnti, che contribuiscono a far crescere rapidamente il debito estero. L'unico paese che per molti versi si differenzia dalle altre economie in crisi all'interno di questa ricostruzione è l'Italia, il cui maggior punto di debolezza è costituito – oltre che dall'elevata consistenza del debito pubblico – dalla bassa crescita che sembra avere ormai assunto una connotazione strutturale.

Come ampiamente documentato nel Cap.1, la crisi europea conosce una drastica accelerazione nel corso dei mesi estivi. Alle conseguenze negative indotte dal protrarsi della crisi greca si sono aggiunti i problemi di altri due dei cinque paesi della periferia che erano sino a quel momento rimasti al di fuori dell'occhio del ciclone. In rapida successione sia Spagna che Italia sono state coinvolte in una serie di operazioni che hanno portato gli *spread* nei confronti del Bund su livelli mai raggiunti dall'introduzione dell'Euro. Attorno alla metà di agosto persino la Francia ha sofferto una (breve) fase di tensione sui mercati finanziari, per via delle preoccupazioni suscitate dalla notevole esposizione di alcuni gruppi bancari francesi nei confronti dei titoli di Stato italiani (oltre che greci). Tutto ciò si manifestava mentre l'economia reale mostrava – come già discusso in precedenza - un chiaro rallentamento ciclico, che rendeva ancora più difficile la condizione di sostenibilità dei conti pubblici dei diversi paesi in crisi, accentuando lo scetticismo espresso dai

mercati sulla tenuta dell'unione monetaria europea.

5. Quali lezioni dalla crisi?

La crisi che stiamo vivendo ha evidentemente delle profonde radici economico-finanziarie. Quanto evidenziato nei paragrafi precedenti mostra con chiara evidenza la presenza di notevoli fragilità e squilibri ben prima dello scoppio della crisi finanziaria globale, che per molti anni – secondo il copione già visto di un tipico ciclo *boom and bust* – non ha generato alcuna reazione da parte dei mercati e successivamente ha dato luogo a una serie di reazioni *too much – too late*.

Tuttavia, la crisi europea non è solo economica, ma si è andata sviluppando anche a seguito di una mancanza di azione politica – sia a livello nazionale che comunitario. Per troppi anni i paesi ora in crisi non hanno saputo sfruttare a loro vantaggio il “periodo di grazia” concesso dai mercati, rappresentato da un livello particolarmente basso dei tassi interesse associato all'assenza di *spread* sovrani all'interno dell'area Euro. In modo analogo, le istituzioni comunitarie non hanno saputo cogliere le opportunità fornite da questo “periodo di grazia”, attraverso una modifica dell'assetto istituzionale su cui poggia l'intera costruzione monetaria europea. Solo quando la crisi scoppia si rimette in moto un processo di revisione istituzionale a livello europeo⁸, che però non riesce a evitare l'accelerazione vissuta dalla crisi a partire dai mesi estivi.

Le lezioni che si possono trarre dalle vicende più recenti sono diverse, ma tutte utili a definire gli ambiti in cui sarà necessario intervenire per evitare che – in tempi più o meno rapidi – la situazione diventi insostenibile non solo per un

⁸ Su questi temi si rinvia al Cap.5.

singolo paese membro dell'eurozona, ma per i il sistema nel suo complesso – arrivando persino a mettere a rischio la sopravvivenza del mercato unico e quindi dell'unione economica.

Lezione no.1: le asimmetrie contano

E' noto da tempo che i paesi membri dell'Eurozona siano strutturalmente diversi e privi di quelle caratteristiche tali da garantire l'ottimalità dell'area valutaria. Per contenere il rischio di insostenibilità dell'UME è assolutamente necessario avviare un processo di riforme strutturali che

- limitino la possibilità che shock – anche originariamente simmetrici – producano sostanziali divergenze cicliche e squilibri tali da rendere impraticabile la gestione di una politica monetaria unica;
- siano capaci di avviare un processo di crescita sostenuto.

Diversamente verrebbe vanificato il raggiungimento del grande obiettivo che ci si era posti al momento del varo della moneta unica: creare le condizioni utili per accrescere in modo permanente il benessere dei cittadini dell'unione monetaria.

Lezione no.2: il disegno istituzionale conta

La sfida sul piano del cambiamento istituzionale non è meno probante di quella riguardante la sfera meramente economica. L'intera costruzione monetaria europea si poggia sul pilastro fornito dal Trattato di Maastricht, che è tuttavia ampiamente incompleto.

Gli indicatori di convergenza previsti Trattato di Maastricht – essendo indicatori nominali – non sono assolutamente in grado di garantire che i paesi membri dell'UME siano capaci di soddisfare nel tempo un grado adeguato di convergenza ciclica e/o strutturale. La vera finalità di questi indicatori era – e rimane, dal

momento che si applicano anche ai potenziali entranti nell'UME che attualmente sono solo membri della UE – quella di costituire una unione monetaria tra paesi che, avendo un'inflazione simile e dei conti pubblici ordinati, non avrebbero mai dovuto richiedere l'intervento di un prestatore di ultima istanza per sanare eventuali condizioni di instabilità finanziaria.

La realtà dei fatti ha invece dimostrato l'infondatezza di tale impostazione. Per due motivi. In primo luogo – come provato dalla esperienza di Spagna e Irlanda – l'instabilità finanziaria può essere il risultato di comportamenti viziosi posti in essere dal settore privato, che ha accumulato una quantità eccessiva di debito. Una volta che il debito privato si è rivelato insostenibile e il settore bancario ha iniziato a entrare in crescente sofferenza, il settore pubblico è dovuto intervenire. Il debito privato insostenibile si è quindi rapidamente trasformato in un debito pubblico altrettanto (o quasi) insostenibile. Basterà ricordare a tale proposito come in Irlanda il debito pubblico in quota di Pil fosse ancora pari al 25% nel 2007, mentre nel 2010 avesse raggiunto il 105%% per effetto di una serie di interventi straordinari svolti dal governo irlandese per salvare il settore bancario di quel paese. In secondo luogo – come mostrato dall'esperienza greca – l'instabilità finanziaria può derivare dalla presenza di debito e deficit pubblici elevati che vengono però occultati grazie a comportamenti fraudolenti che non sono stati monitorati dalle competenti autorità sovranazionali.

Inoltre, lo stesso Trattato di Maastricht – all'interno del Protocollo sul funzionamento della Banca Centrale europea e del Sistema Europeo di Banche Centrali – mentre precisa in modo chiaro l'obiettivo primario della BCE (la



stabilità dei prezzi) non definisce in modo altrettanto chiaro chi debba svolgere la funzione di prestatore di ultima istanza. Una lacuna che si spiega con la premessa di fondo prima ricordata, ma che dispiega preoccupanti effetti una volta che l'instabilità finanziaria si manifesta.

Emerge quindi anche la necessità di una revisione dell'assetto istituzionale che contempli anche l'assegnazione di adeguate funzioni di coordinamento, supervisione e controllo ad autorità sovranazionali, relative alle operazioni svolte non solo dal settore pubblico ma anche da quello privato.

Lezione no.3: la politica conta

La terza lezione che si trae dalla crisi attuale è che – come recentemente sostenuto dalla stessa *Kanzlerin* Merkel – la revisione dell'architettura istituzionale e dell'ingegneria finanziaria da sole non bastano a rafforzare l'UME e la UE. Il necessario cambiamento ha più che mai bisogno di un ampio e convinto sostegno politico che ne giustifichi l'introduzione. Il paradosso è che i cambiamenti in ambito economico-istituzionale discussi più sopra inducono dei costi che – in una fase di mercato rallentamento ciclico come quella attuale – riducono anziché accrescere il consenso politico nei confronti del progetto di Unione Europea. E' emblematico come in questi ultimi mesi i sondaggi condotti da Eurobarometro segnalino un crescente distacco della popolazione dei paesi membri nei confronti della Unione Europea. In Germania e in Grecia la quota di elettori che giudica la partecipazione alla Unione come foriera di benefici netti negativi è ormai prossima al 50%.

Diventa quindi necessario trovare un nuovo patto tra l'Europa e i suoi cittadini che renda più legittime – per la classe politica – e più sostenibili (in quanto foriere di benefici, almeno futuri) – per i cittadini – tutta una serie di scelte

a sostegno del cambiamento. Esiste in altre parole un problema (non piccolo) di gestione del processo di integrazione economico-monetaria che va ridefinito non solo delineando una chiara e fattibile strategia volta a sostenere un processo di crescita in Europa, ma anche risolvendo una volta per tutte la questione della sovranità⁹. Senza un salto di qualità su questo duplice fronte sarà molto difficile raggiungere una vera soluzione agli attuali problemi.

Bibliografia

Blanchard, O. e F. Giavazzi (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?," *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*.

OECD (2002), "OECD Economic Surveys: Euro Area", OECD.

OECD (2010), "OECD Economic Surveys: Euro Area", OECD.

OECD (2011), "OECD Economic Outlook. No. 89", OECD

⁹ Per dirla con Maurizio Ferrera "Se si vuole salvare l'integrazione, occorre cedere sovranità ma rilanciare sulla democrazia".

3. LE POLITICHE FISCALI IN UNA UNIONE MONETARIA ♦

Il tema del rapporto tra politica fiscale e unione monetaria è come un fiume carsico. Ora scompare sotto terra ora riemerge prendendo direzioni diverse, intrecciandosi via via con problematiche politiche e teoriche a volte vicine a volte apparentemente distanti. Qui di seguito si tenterà una ricostruzione di questi intrecci, deliberatamente lasciando da parte la questione dei salvataggi dei paesi travolti dalla crisi dei debiti sovrani – affrontata nel capitolo 4 – che è in parte la conseguenza del non aver mai affrontato e sciolto i nodi della compatibilità tra politica fiscale e unione monetaria.

Il percorso seguito cerca di individuare nessi tra differenti filoni di letteratura, eventi storici e problemi politici.

1. Flessibilità del cambio e mobilità del lavoro: elementi di base

Molti addetti ai lavori sostengono che sia noto da tempo che né l'Europa né l'UME sono aree valutarie ottimali. E che quindi la crisi dell'euro che stiamo vivendo doveva – prima o poi – manifestarsi. Inoltre aggiungono che la sub-ottimalità dell'area monetaria europea è dovuta alla minor mobilità del lavoro esistente in Europa rispetto a quella che c'è negli Stati Uniti¹.

L'idea che la mobilità geografica del lavoro sia un requisito essenziale per un'area valutaria ottimale risale a Mundell (1961). La mobilità del lavoro è considerata il sostituto ideale della flessibilità del tasso di cambio, in presenza di

shock asimmetrici, cioè che colpiscono con diversa intensità le economie di differenti paesi.

Per introdurre la questione ricorriamo a un esempio un po' più elaborato (e quindi più realistico) di quello originariamente presentato da Mundell. Consideriamo, dunque uno shock negativo permanente di domanda nel paese A (ad esempio, la Grecia), mentre il paese B (la Germania) non è colpito. Se i due paesi hanno ciascuno la propria valuta, il cui tasso di cambio è libero di fluttuare, lo shock può essere parzialmente assorbito attraverso un deprezzamento della valuta del paese A rispetto a quella del paese B. La Banca Centrale del paese A, infatti, sarebbe libera di fare una politica monetaria espansiva, cioè di ridurre il tasso di interesse. Il che provocherebbe una fuoriuscita di capitali con conseguente peggioramento della Bilancia dei Pagamenti e il tasso di cambio nominale si deprezzerebbe. Dal momento che le esportazioni dipendono (negativamente) dal tasso di cambio reale, un deprezzamento del cambio nominale va nella giusta direzione: quella di ridurre il tasso di cambio reale, spingere le esportazioni e quindi sostenere la domanda aggregata.

Il deprezzamento del cambio nominale non è però una panacea se lo shock è permanente (come abbiamo ipotizzato), perché farà aumentare il costo delle importazioni e ciò porterà a un aumento dei costi di produzione e quindi dei prezzi che, a sua volta, porterà il tasso di cambio reale ad aumentare, con conseguente perdita di competitività delle merci del paese A. È chiaro, allora, che la natura permanente dello shock fa sì che il deprezzamento del cambio nominale non basti: si richiede anche una "svalutazione interna", e cioè una riduzione dei salari reali e quindi dei costi di produzione, per recuperare competitività in modo duraturo. Qualora i salari monetari *non* fossero flessibili

♦ A cura di Andrea Boitani.

¹ Una breve ed elementare introduzione al tema è forse utile per chi è meno familiare con questi temi. Il lettore esperto potrà saltare questo paragrafo senza danno.

verso il basso, l'alternativa alla svalutazione interna è lasciar deprezzare continuamente il cambio, innescando così il processo inflazionistico a causa del continuo rincaro dei beni importati. Se i salari monetari non sono indicizzati, l'inflazione realizza comunque la necessaria riduzione dei salari reali. Quindi, la flessibilità del cambio contribuirebbe a limitare i danni, pur non essendo risolutiva: un po' di disoccupazione si potrebbe creare comunque in A e la necessaria riduzione dei salari reali si otterrebbe per via di un aumento dei prezzi. Si noti che la flessibilità del cambio isola sostanzialmente il paese B dallo shock subito dal paese A.

Se invece i paesi A e B appartengono a un'unione monetaria vengono meno tanto la libertà di manovra della Banca Centrale nazionale (che ha ceduto la politica monetaria a una Banca Centrale comune) quanto, ovviamente, la flessibilità del cambio. Il paese B non è più isolato dagli shock del paese A. Di fronte allo shock negativo nel paese A, se la Banca Centrale scegliesse di ridurre il tasso di interesse e quindi di lasciar deprezzare la valuta comune, favorirebbe il paese A ma danneggerebbe il paese B, che finirebbe per trovarsi con un tasso di cambio reale troppo basso e quindi una situazione di eccesso di domanda (grazie a esportazioni divenute molto convenienti) e tensioni inflazionistiche. Se la Banca Centrale, invece, non facesse nulla, il tasso di cambio nominale della valuta comune si deprezzerebbe comunque un po', ma non abbastanza da assorbire una parte sufficiente dello shock negativo subito dal paese A, che vedrebbe aumentare la disoccupazione, mentre comunque si creerebbe un eccesso di domanda nel paese B. L'entità di tale deprezzamento dipende dalla dimensione relativa del paese A e del paese B. Quanto più piccolo è il paese che

subisce lo shock asimmetrico negativo e tantomeno il tasso di cambio della valuta comune si deprezza. I paesi piccoli all'interno di un'unione monetaria, dunque, sono quelli che devono sopportare i maggiori costi sociali di aggiustamento se vengono colpiti da shock negativi permanenti.

Rispetto al caso dei cambi flessibili, in un'unione monetaria una parte molto maggiore dell'aggiustamento è a carico della "svalutazione interna", cioè della riduzione dei salari reali e dei prezzi. Si tratterebbe perciò di un aggiustamento socialmente più costoso che in cambi flessibili. Il crescente disagio sociale manifestatosi negli ultimi mesi in Grecia conferma quanto la "svalutazione interna" possa essere costosa all'interno di un'unione monetaria come l'UME, in modo particolare per un paese di piccole dimensioni – che non può contare su un cospicuo deprezzamento dell'Euro indotto dalla sua stessa situazione di crisi.

Ecco dove la mobilità del lavoro entra in gioco. La disoccupazione mette in moto la riduzione dei salari nel paese A, mentre l'eccesso di domanda farà aumentare i salari nel paese B. Se i lavoratori possono muoversi liberamente e senza costi² all'interno dell'unione monetaria e, in particolare, dal paese A al paese B, si ridurrebbe l'eccesso di offerta di lavoro in A e l'eccesso di domanda di lavoro in B fino al punto in cui i salari reali siano uguali in A e in B. Grazie alla mobilità, la "svalutazione interna" in A non sarebbe necessaria o lo sarebbe in misura di molto ridotta. La Banca Centrale non dovrebbe preoccuparsi di fare interventi di politica monetaria inevitabilmente contrastati. Un'elevata mobilità del lavoro, dunque, contribuirebbe a ridurre i costi complessivi degli

² Anche senza costi di formazione e riqualificazione professionale, nel caso la specializzazione produttiva dei due paesi fosse differente.

shock negativi permanenti, anche se è illusorio pensare che sarebbe capace di annullarli. Il problema dell'Europa è che le barriere linguistiche e culturali sono ancora elevate, come rilevanti sono le differenze istituzionali (dai diritti pensionistici a quelli sanitari e, più in generale, sociali); differenze che rendono la mobilità costosa e quindi relativamente poco praticata.

Sinora parlato di shock permanenti, ma gli shock che caratterizzano più frequentemente il ciclo economico sono temporanei. Per esempio, una riduzione di domanda aggregata che dura per qualche mese per poi esaurirsi. Se gli shock sono temporanei, la capacità di assorbimento del tasso di cambio flessibile è maggiore, conferendo alla Banca Centrale nazionale la libertà di effettuare la politica anticiclica più opportuna ed efficace. Questa possibilità viene completamente a mancare in una unione monetaria. La mobilità del lavoro, se è completamente priva di costi, viene ancora una volta incontro, anche se a qualcuno può apparire dubbia la plausibilità di spostamenti dei lavoratori da un paese all'altro per periodi limitati di tempo. Lo stesso Mundell aveva espresso seri dubbi sulla possibilità di usare questo meccanismo di aggiustamento a fronte di shock temporanei.

2. Una politica fiscale “federale”?

A questo punto non resta da chiedersi se la politica fiscale potrebbe davvero apportare un contributo positivo in un'unione monetaria³? La

³ Una domanda del tutto ovvia è se le politiche fiscali non potrebbero giocare un ruolo importante nel ridurre l'impatto degli shock asimmetrici sui livelli di reddito. La risposta – che richiede un ragionamento a cavallo tra storia del pensiero e la storia economica – è ampiamente nota ed è contenuta nel cosiddetto modello Mundell-Fleming. Se la mobilità dei capitali è perfetta e i tassi di cambio sono flessibili, la politica fiscale risulta del tutto inefficace per modificare i

politica fiscale può assumere la forma di trasferimenti (più o meno automatici) dai paesi più fortunati a quelli che subiscono shock negativi (secondo misure di scostamento ciclico concordate in anticipo) o la forma di trasferimenti originati da un sufficientemente ampio bilancio federale – con entrate costituite da imposte federali, le cui aliquote sono decise dal governo federale. Chiaramente qualcuno ci aveva pensato molto attentamente, se era arrivato a scrivere che “la politica fiscale e quella monetaria devono andare mano nella mano e, perché ci sia un policy mix ottimo, esse dovrebbero avere lo stesso dominio territoriale. Dovrebbe esserci un Tesoro, con potere di tassare e spendere, di fronte a ogni Banca Centrale” (Kenen, 1969, pp. 45-46). Dunque, non solo ci sarebbe spazio per la politica fiscale in un'unione monetaria, ma dovrebbe essere una politica fiscale dell'unione.

A questo proposito, è sufficiente rilevare come, da un lato, un sistema di tassazione federale, anche se proporzionale, rappresenta di per sé uno stabilizzatore automatico e che la capacità del bilancio federale di “assicurare” dagli shock asimmetrici aumenta se la tassazione è progressiva e se sono previsti dei trasferimenti anti-ciclici. Inoltre, questi effetti macroeconomici sono del tutto indipendenti dagli obiettivi redistributivi di lungo periodo tra i diversi stati che il governo federale eventualmente si proponga di realizzare. Per chiarire la cosa, si supponga di aver a che fare con i soliti due paesi A e B. Si supponga che A (la Grecia) sia “povero”, con un reddito pari a

livelli di reddito prodotto. Viceversa in presenza di cambi fissi la politica fiscale è in grado di modificare i livelli di reddito. Di conseguenza, la politica fiscale costituisce un valido strumento – all'interno di un'unione monetaria – per fronteggiare shocks asimmetrici. In altre parole, la politica fiscale può essere considerata un valido sostituto della flessibilità del tasso di cambio.

700 e B (la Germania) sia “ricco”, con un reddito pari a 1000. Entrambi i paesi pagano un’imposta pari al 20% alla federazione e ricevono in trasferimenti esattamente quanto pagano come imposte. La federazione non ha alcun obiettivo redistributivo a favore del paese meno ricco e mantiene il bilancio in pareggio. Il reddito netto, dopo tasse e trasferimenti, rimane per entrambi i paesi pari a quello lordo. Si supponga, ora, che A subisca uno shock negativo che riduce il suo reddito a 600, mentre il paese B ha uno shock positivo che fa aumentare il suo reddito a 1.100. Le imposte pagate da A scendono a 120, mentre quelle pagate da B salgono a 220. I trasferimenti ad A aumentano a 160 (perché aumentano i sussidi di disoccupazione, per esempio), mentre si riducono di 20 i trasferimenti a B, dove la disoccupazione è diminuita. Ora A ottiene una quota della spesa federale superiore alla sua quota di imposte ma il bilancio federale continua ad essere in pareggio. La cosa interessante è che una parte dello shock negativo del paese A è stato assorbito dai trasferimenti: il reddito netto di A è sceso di 60, mentre lo shock negativo sul reddito lordo era stato pari a 100. Il reddito netto del paese B è comunque aumentato di 60. Il bilancio federale ha consentito uno *smoothing* del reddito (e quindi del consumo) tra i due paesi⁴.

Il rapporto MacDougall (1977) fece propria la tesi di Kenen (1969) e raccomandò la creazione di un bilancio “federale” europeo, con degli stabilizzatori automatici tra paesi come condizione di fattibilità e stabilità dell’unione monetaria europea: “una politica fiscale comunitaria per la stabilizzazione è un elemento chiave in qualsiasi programma di integrazione monetaria Europea” (MacDougall, 1977, p. 57).

⁴ L’esempio è una rielaborazione di quello contenuto in Sala-i-Martin e Sachs (1991).

Sulla stessa lunghezza d’onda si pose anche il Rapporto Delors (1989), il quale tracciò le linee guida che avrebbero dovuto condurre, dieci anni dopo, all’unione monetaria: “in tutte le federazioni le diverse combinazioni di politiche di bilancio hanno un potente effetto di assorbimento degli shock, riducendo l’ampiezza delle difficoltà economiche o degli improvvisi incrementi di prosperità dei singoli stati. Questo è sia il prodotto che la fonte del senso di solidarietà nazionale che è condivisa da tutte le unioni economiche e monetarie” (Delors, 1989, p. 89). Curiosamente, nessuno di questi autorevoli Rapporti menzionavano la mobilità del lavoro come condizione essenziale per l’efficienza dell’unione monetaria europea. Una concessione al realismo, con riferimento alla situazione di fatto dei paesi europei? Molto probabile.

Appena un anno prima della firma del Trattato di Maastricht, Xavier Sala-i-Martin e Jeffrey Sachs (1991) avevano pubblicato un articolo che si proponeva di far luce sulla futura unione monetaria europea basandosi sull’esperienza USA. La prima cosa da capire - scrivevano - è che non è assolutamente vero che tra le regioni degli Stati Uniti non vi siano shock asimmetrici che possano richiedere ampi aggiustamenti del tasso di cambio reale. Il secondo punto, aggiungono Sala-i-Martin e Sachs è che, contrariamente a quanto pensa la maggior parte delle persone, la mobilità del lavoro tra gli stati americani è abbastanza limitata. Il problema è allora capire qual è la proporzione di uno shock asimmetrico negativo che viene assorbita dal bilancio federale. Sala-i-Martin e Sachs stimano che negli Usa uno shock negativo asimmetrico veniva assorbito (tra il 1970 e il 1988) per il 35-40% dal bilancio federale, con prevalenza del ruolo delle imposte (che assorbivano dal 33 al 35% dello shock).

Negli anni successivi al contributo di Sala-i-Martin e Sachs (1991) l'analisi empirica circa il ruolo del bilancio federale nel contrastare gli shock asimmetrici ha cercato di distinguere quello che Sala-i-Martin e Sachs avevano distinto sul piano teorico, ma non su quello empirico, vale a dire gli effetti redistributivi e quelli puramente "assicurativi" del bilancio federale (von Hagen, 1992). I contributi empirici presi in rassegna da Kletzer e von Hagen (2001) confermano che effettivamente gli shock asimmetrici negli Usa sono in parte assorbiti da una forma di assicurazione federale; tuttavia la dimensione dell'assorbimento sembra essere assai più ridotta di quella stimata in origine da Sala-i-Martin e Sachs. Il consenso tra gli studiosi si orienta su una quota compresa tra il 10 e il 15% degli shock assorbiti dal bilancio federale. Inoltre, è stato sottolineato come il bilancio federale non possa assorbire shock negativi permanenti, per i quali un qualche mix di mobilità del lavoro e di "svalutazione interna" rimangono necessari (Wolf, 2011).

Mobilità del lavoro e politica fiscale

Le interazioni tra politica fiscale (federale o nazionale) e mobilità del lavoro all'interno di una unione monetaria sono state lasciate in ombra dalla letteratura. Un tentativo di analisi potrebbe seguire le seguenti linee di ragionamento, con riferimento a shock temporanei. Si supponga che la politica fiscale venga svolta dai governi con il solo obiettivo di fare *consumption smoothing* (evitare cioè che gli shock causino indesiderati sbalzi dei consumi), date le preferenze temporali dei cittadini di ciascun paese. In questo caso la politica fiscale sarebbe desiderabile tanto che gli shock siano simmetrici quanto che siano asimmetrici. Se però gli shock sono simmetrici, è possibile che la mobilità del lavoro finisca per interferire con

il perseguimento dei profili temporali ottimi del consumo perseguibili dalle politiche fiscali dei singoli governi in conformità con le preferenze dei propri cittadini. E ciò senza fornire particolari guadagni di efficienza, dal momento che non ci sono guadagni di produttività aggregati derivanti dallo spostamento dei lavoratori da un paese all'altro.

Se la politica fiscale è in mani federali e rispetta il vincolo di bilancio intertemporale – e il governo federale cerca di massimizzare il benessere congiunto dei singoli stati dell'unione – è ragionevole che, con shock simmetrici, il profilo temporale della tassazione e dei trasferimenti sia comune per tutta l'unione monetaria e venga fissato in modo da tener conto della media delle preferenze temporali (espresse dai saggi di sconto) dei diversi paesi. Si tratterà, ovviamente, di una politica fiscale differente da quella che ciascuno stato avrebbe seguito in assenza di mobilità del lavoro, ma il governo federale riuscirà a internalizzare le esternalità generate dalla combinazione della mobilità del lavoro con i diversi profili di tassazione e trasferimenti.

Se la politica fiscale è in mani nazionali – sempre nel rispetto del vincolo di bilancio intertemporale dei governi – il risultato sarà in generale inferiore a quello ottenibile dal governo federale, almeno con riferimento al benessere aggregato dell'unione, proprio perché i singoli governi non riescono a internalizzare tutte le esternalità e perché i vincoli di bilancio da rispettare sono più stringenti, dal momento che i governi nazionali, per definizione, non possono trasferire risorse da un paese all'altro⁵. Ciascun paese avrà un diverso profilo temporale di tasse e trasferimenti, che dipende dal saggio di sconto

⁵ Questo è vero anche se si ipotizza che ciascun governo persegua il benessere dei propri cittadini ovunque risiedano, cioè anche se si sono spostati per lavorare in altro stato dell'unione.

dei suoi cittadini, ma si tratterà di un profilo meno soddisfacente di quello che si otterrebbe senza mobilità del lavoro.

Si obietterà che è proprio con gli shock asimmetrici che la mobilità del lavoro svolge il suo ruolo, come si è cercato di argomentare nella prima parte di questo scritto. È tuttavia evidente che la mobilità del lavoro limita anche in questo caso l'ampiezza della manovra della leva fiscale a livello nazionale. Anche in questo caso, peraltro, è presumibile che un'autorità fiscale federale possa ottenere risultati migliori sotto il profilo del benessere dell'unione, grazie alla possibilità di redistribuire esplicitamente il peso intertemporale delle tasse e dei sussidi tra i diversi paesi. Come scrivevano Sala-i-Martin e Sachs (1991), "le più basse tasse pagate da una regione in recessione *non* sono compensate (in termini di valore presente) da più alte tasse future pagate nella stessa regione, ma piuttosto da tasse più alte pagate da tutte le regioni appartenenti all'area federale".

Se le considerazioni qui abbozzate sono ragionevoli, la conclusione sembrerebbe che – in presenza di mobilità del lavoro – sia preferibile affidare la gestione della politica fiscale a scopi anticiclici a un governo federale (dotato di una esplicita funzione obiettivo), capace di internalizzare le esternalità. Qualcosa di molto diverso dall'Europa delle patrie (almeno fiscali) che si è andata consolidando nonostante l'unione monetaria.

C'è però sempre chi ritiene impraticabile una centralizzazione della politica fiscale, perché essa porterebbe verso l'unificazione politica, mentre governi e opinione pubblica non sarebbero pronti per questo passo (Wyplosz, 2011). E ci sono invece alcuni analisti che danno peso alla possibilità che sia la politica fiscale stessa a essere fonte di shock, perché i politici che la attuano non riescono ad averne pieno

controllo o perché le previsioni su cui è basata sono semplicemente errate. In questi casi la politica fiscale comune accresce la correlazione tra gli shock e quindi sarebbe "preferibile avere politiche fiscali nazionali indipendenti" – in modo da ridurre il rischio di shock da politica fiscale, perché "la varianza di una somma di shock è più bassa quanto più bassa la covarianza tra le componenti individuali" (Belke, Gros, 2009b). Quindi, un maggiore coordinamento della politica fiscale a livello "federale" potrebbe essere destabilizzante, cioè portare a maggiore variabilità del PIL (Belke, Gros, 2009a). La conclusione di questi autori è che, tutto sommato, "la procedura per deficit eccessivi del Trattato di Maastricht rimane probabilmente un approccio più utile alla politica fiscale rispetto alla visione Keynesiana degli anni '60, cioè la (quasi) completa centralizzazione della politica fiscale secondo il piano Werner e l'influente Rapporto MacDougall" (Belke, Gros, 2009b, p. 49).

3. L'eclissi della politica fiscale

Dunque – contrariamente alle raccomandazioni di MacDougall (1977) e Delors (1989) – il Trattato di Maastricht del 1992 e il successivo trattato di Amsterdam (con il suo Patto di stabilità e crescita) non prevedevano il rafforzamento del bilancio "federale" europeo e quindi non prevedevano l'uso della politica fiscale dell'unione per contrastare gli shock, né quelli simmetrici né quelli asimmetrici. Da un lato, ci si era convinti che l'integrazione economica avrebbe progressivamente ridotto l'entità e la frequenza degli shock asimmetrici e che quindi la necessità di approntare strumenti comunitari per fronteggiarli era di importanza secondaria. La preoccupazione maggiore era individuare dei vincoli alle politiche di bilancio

dei paesi aderenti all'unione monetaria tali da evitare squilibri di finanza pubblica non fronteggiabili da una Banca Centrale comune, a cui si intendeva proibire esplicitamente il finanziamento dei debiti sovrani (no *bail-out clause*) al fine di tutelarne rigorosamente l'obiettivo anti-inflazionistico. Infatti, "l'argomento fondamentale a favore del Patto di stabilità e crescita è che l'indisciplina fiscale può diventare fonte di inflazione [...] il compito del Patto di stabilità e crescita può essere visto come quello di imporre la dominanza fiscale così che non venga perso il controllo del livello dei prezzi, senza ricorrere al signoraggio, come previsto dal trattato" (von Hagen, Wyplosz, 2008).

Insomma, la questione degli shock asimmetrici negativi scendeva numerosi gradini nella scala di importanza dei politici europei e delle istituzioni che stavano forgiando. Forse anche perché la "solidarietà nazionale" europea invocata da Delors nel 1989 era, in realtà, piuttosto latitante, mentre la natura assai più finemente allocativa della politica di bilancio rende quest'ultima molto più preziosa della politica monetaria per i politici nazionali e per le loro necessità di gestione del consenso⁶.

È opportuno anche riflettere sulla possibilità che l'impostazione data dal Trattato di Maastricht alla questione delle politiche di bilancio affondi le radici non solo nella gelosa difesa delle prerogative nazionali in materia di politica fiscale che ha reso l'Unione Europea (e la stessa area Euro) qualcosa di molto diverso da una federazione classica, sul tipo degli Stati Uniti o

⁶ Questa sembra essere anche la ragione di fondo per cui - mentre l'indipendenza delle banche centrali è stata accettata da molti anni - sono sempre cadute nel vuoto le proposte di affidare le politiche fiscali a organismi indipendenti, operanti sulla base di regole predefinite, e per cui i governi hanno anche mal tollerato la presenza di commissioni o comitati di controllo sulle politiche di bilancio (Wyplosz, 2011).

del Canada. C'è stato anche un *humus* culturale che contribuiva a mettere in discussione gli effetti tradizionali della politica fiscale in generale, cioè indipendentemente dal suo essere nazionale o federale, facendo leva sulla cosiddetta "equivalenza ricardiana". Secondo tale prospettiva, quando le famiglie osservano un aumento del disavanzo pubblico (dovuto per esempio a una politica fiscale espansiva) prevedono che in un prossimo futuro verranno aumentate le imposte al fine di ridurre il disavanzo. Di conseguenza scelgono di risparmiare di più e consumare di meno fin da subito, per far fronte all'incremento futuro di tassazione. Il ridotto risparmio pubblico (o l'aumento del disavanzo) è compensato dal maggior risparmio privato. Il risultato sarà che lo sforzo del governo di aumentare la domanda aggregata con la politica fiscale espansiva verrà vanificato da una riduzione della spesa privata per consumi.

Proprio alla fine degli anni '80, inoltre, veniva elaborato un importante studio di Giavazzi e Pagano (pubblicato nel 1990) che forniva supporto empirico all'idea che le politiche fiscali restrittive connesse alle fasi di "consolidamento fiscale" potessero, in realtà, avere effetti espansivi. Un'idea che finiva per supportare il rigore richiesto dal Trattato di Maastricht alla politica fiscale dei singoli paesi (e dell'Italia in particolare) in vista dell'integrazione monetaria. Dopotutto, se la sequenza di avanzi primari necessari a soddisfare i "parametri di Maastricht" avesse avuto effetti espansivi ci sarebbe stata una ragione in più per perseguire il consolidamento fiscale che l'ingresso nell'unione monetaria richiedeva.

Per circa vent'anni, dunque, la politica di bilancio (almeno in Europa) è divenuta quasi sinonimo di disciplina fiscale e di regole atte ad imporla ai governi riottosi. Che poi

l'applicazione delle regole (e delle sanzioni nei casi di infrazione) sia risultata piuttosto asimmetrica, è un'altra faccenda. È difficile dimenticare che, quando in gioco era l'entrata dell'Italia nell'unione monetaria, doveva valere il principio del “*drei komma null*” (3,0) enunciato dall'allora ministro delle finanze tedesco Theo Vogel, mentre, quando Francia e Germania hanno infranto la barriera del 3% nel rapporto deficit/Pil (nel 2003, ben prima della grande recessione), l'Ecofin ha deciso a maggioranza di sospendere le sanzioni, cosa che, peraltro, non era stata affatto concessa al Portogallo nel 2001.

L'eclissi della politica fiscale in chiave anticiclica è avvenuta nonostante esista una letteratura macroeconomica che, prescindendo completamente dalla mobilità del lavoro, mostra l'esigenza, per il buon funzionamento di un'unione monetaria, della politica fiscale anticiclica a livello nazionale e fornisce addirittura sostegno alla “sospensione del criterio del deficit al 3%, a fronte di shock ampi, come condizione necessaria affinché la politica fiscale sia condotta in maniera ottimale” (Bofinger, Mayer, 2007, p. 297)⁷.

Facendo riferimento a un semplice contesto statico e ipotizzando che sia le autorità fiscali nazionali che la Banca Centrale siano in grado di vincolarsi alle scelte annunciate, Bofinger e Mayer (2007) mostrano che se l'area monetaria è colpita da shock di offerta perfettamente

correlati e da shock di domanda asimmetrici, le autorità fiscali nazionali devono effettivamente intervenire per compensare gli shock di domanda asimmetrici; che l'intervento deve essere tanto più energico quanto meno è attiva la Banca Centrale sul fronte della stabilizzazione (ovvero quanto più esclusivamente la Banca Centrale è concentrata sull'obiettivo di contenere l'inflazione. Se le autorità fiscali nazionali sono dominate dall'obiettivo del pareggio di bilancio, invece, gli shock asimmetrici porteranno inevitabilmente allo sviluppo di cicli nazionali non sincronizzati, tanto più ampi quanto minore è il peso di un paese sul Pil dell'unione monetaria. Il ruolo delle politiche fiscali nazionali si amplifica qualora anche gli shock da offerta possano essere asimmetrici, dando luogo a diverse curve di Phillips per ciascun paese.

4. La crisi finanziaria e il ritorno della politica fiscale

Con l'esplosione della crisi finanziaria dell'autunno del 2008 e la sua rapida trasformazione in recessione economica globale c'era da aspettarsi che la politica fiscale tornasse sugli scudi. Con tassi di interesse nominali vicini allo zero in tutte le aree del mondo sviluppato, i margini per una politica monetaria ulteriormente espansiva erano stati erosi. Lo stimolo fiscale tornava a essere visto come l'unico strumento possibile per cercare di assorbire l'enorme shock negativo di domanda aggregata, provocato:

- dal subitaneo crollo della ricchezza finanziaria privata;
- dal precipitare della fiducia delle imprese;
- dal *credit crunch* innescato dall'illiquidità delle banche e dalla loro necessità di procedere a un rapido *deleveraging* dei

⁷ L'argomento è sviluppato all'interno di un semplice modello standard che descrive l'interazione tra una Banca Centrale “europea” e dei governi nazionali. La prima è dotata di una funzione di perdita (quadratica) da minimizzare, in cui figurano l'output gap e il gap inflazionistico (rispetto all'obiettivo) dell'intera unione. Le autorità fiscali nazionali sono invece guidate da una funzione di perdita (anch'essa quadratica) determinata dall'output gap nazionale e dallo scostamento del bilancio pubblico nazionale dal pareggio.

bilanci dopo che il valore degli attivi era precipitato.

Inoltre, in un momento in cui era assolutamente necessario ridurre l'indebitamento dei soggetti privati (che aveva raggiunto picchi storici soprattutto nei paesi anglosassoni), appariva inevitabile accettare un aumento dei debiti pubblici, che in quota di Pil sarebbe divenuto ancora più consistente a causa della recessione in corso.

I programmi di sostegno (o stimolo) che vennero varati nei primi mesi del 2009 non furono di dimensione straordinaria, con l'eccezione del pacchetto varato negli Usa dal presidente Obama⁸. Tutti i governi però si impegnarono a "salvare le banche" e questi impegni hanno pesato parecchio sull'incremento dei debiti pubblici, del tutto indipendentemente dall'entità delle misure di stimolo. Quasi in contemporanea con il varo dei programmi di sostegno all'economia reale, un gruppo di studiosi dell'IMF produsse un interessante decalogo per la politica di bilancio in fase di crisi (Spilimbergo et al., 2009). In tale lavoro si raccomandava:

- 1) che le misure fossero temporanee e reversibili e quindi si suggeriva di non far passare lo stimolo attraverso la creazione di nuovi e maggiori *entitlements* (diritti sanitari, pensionistici, scolastici, ecc.), che rendono più difficile interrompere i flussi di spesa quando la ripresa economica è avviata;

- 2) di ampliare gli stabilizzatori automatici come i sussidi di disoccupazione (specie dove sono di ridotta entità e/o non hanno copertura universale);
- 3) di cogliere l'occasione per eliminare le distorsioni (es. nella tassazione delle attività finanziarie);
- 4) quanto agli investimenti pubblici si suggeriva di concentrare le risorse sul completamento dei progetti già avviati – piuttosto che avviare nuovi progetti che avrebbero potuto avere profili temporali di spesa pro-ciclici – e incrementare le spese per le manutenzioni straordinarie (tipicamente temporanee e facilmente modulabili);
- 5) avviare riforme pro-concorrenziali al fine di accrescere l'impatto delle manovre espansive, perché veniva riconosciuto come i moltiplicatori della spesa sono tanto più alti quanto meno gravata è l'economia da restrizioni alla concorrenza. Non risulta, purtroppo, che queste raccomandazioni siano state seguite con entusiasmo e neanche *obtorto collo* dai governi di tutto il mondo.

In parallelo alla riemersione delle politiche fiscali dall'*underground* in cui erano state sospinte negli anni della cosiddetta *Great Moderation*⁹, si è verificata una ripresa di attenzione della ricerca economica sui meccanismi di trasmissione della politica fiscale. Come si è ricordato sopra, l'efficacia Keynesiana della politica fiscale era stata messa in discussione già negli anni '80

⁸ Una valutazione positiva degli effetti ottenuti con la politica di sostegno dell'amministrazione Obama è contenuta in Blinder e Zandi (2010). L'evoluzione dell'economia americana successiva alla pubblicazione dello studio menzionato probabilmente indurrebbe a minore ottimismo.

⁹ Un'espressione che, oggi, suona beffarda, considerato che gli anni della crescita moderata e della moderata inflazione erano anche gli anni dello sfrenato sviluppo della bolla di una finanza derivata senza regole, che esplosa nel 2007-2008, ha originato la crisi in cui tuttora ci dibattiamo.

dall'equivalenza ricardiana. Equivalenza che si basava in modo cruciale sull'ipotesi che i soggetti economici (i consumatori in particolare) non fossero vincolati dal lato della liquidità e/o del credito e potessero quindi eseguire senza disturbo tutte le riallocazioni intertemporali dettate dalla massimizzazione delle loro utilità. La presenza di famiglie *financially-constrained* (spesso definite “non ricardiane”), che consumano semplicemente quello che guadagnano in ogni periodo, fa sì che un aumento della spesa o una riduzione delle tasse oggi non si trasformi in maggior risparmio per far fronte alle attese maggiori tasse future, ma si traduca in maggiore consumo oggi e inneschi il tradizionale moltiplicatore keynesiano, proprio come evidenziato anni fa dalla ricerca empirica di Blanchard e Perotti (2002) e confermato da numerosi altri studi¹⁰.

L'analisi teorica (Roeger, Veld, 2009) conferma che le manovre fiscali temporanee risultano più efficaci di quelle permanenti perché tanto più permanente è lo shock e tanto più intensa è la riallocazione intertemporale delle famiglie “ricardiane”, capaci di anticipare che dovranno pagare tasse più alte in futuro. Ancora, considerazioni teoriche portano a concludere che riduzioni delle tasse sui consumi siano più efficaci delle riduzioni delle tasse sui redditi da lavoro, perché le famiglie razionali reagiscono alle favorevoli ragioni di scambio intertemporali. Gli effetti espansivi della spesa pubblica in disavanzo, inoltre, sono maggiori se i governi risultano impegnati a ridurre sistematicamente la spesa al di sotto del suo livello di trend nel lungo periodo per compensare i disavanzi di breve (Corsetti, Meier, Müller, 2009). L'idea sottostante a questo

risultato è che gli *spending reversals* generino aspettative di riduzioni future dei tassi di interesse a breve termine, che a loro volta influenzano il tasso di interesse a lungo di oggi, con il risultato di sostenere il consumo e l'investimento di oggi. Da qui il sostegno a esplicite (o implicite) clausole temporanee (*sunset clauses*) condizionate alla situazione economica o al varo simultaneo di misure di sostegno a breve termine e di rigore a medio lungo (per esempio: aumento degli investimenti pubblici a sostegno della domanda aggregata nel breve periodo, approvato insieme al progressivo innalzamento dell'età per il pensionamento che produce risparmi di spesa nel lungo periodo).

5. Dallo stimolo al consolidamento fiscale

Se nel 2009 le politiche fiscali nel mondo erano complessivamente orientate all'espansione, già nel 2010 il vento era cambiato. “Il quasi fallimento della Grecia, con il contagio che si diffonde gradualmente ad altri paesi dell'eurozona, ha spinto i governanti del mondo a passare dallo stimolo fiscale all'austerità fiscale” (Wren Lewis, 2011, p. 1). Il problema sembrava essere diventato solo quello dei debiti sovrani e non quello che la ripresa era (ed è purtroppo) molto debole, con la conseguenza che la disoccupazione rimaneva e rimane troppo alta¹¹.

Ma siamo proprio sicuri che quello dei debiti sovrani sia un problema del mondo intero e non un problema specifico dell'Eurozona? Secondo alcuni analisti (De Grauwe, 2011; Wren Lewis, 2011) il nocciolo della questione sta proprio nel

¹⁰ Una rassegna “sinottica” degli studi sulla dimensione del moltiplicatore è presentata da Spilimbergo, Symansky, Schindler (2009).

¹¹ Ancora il 10 settembre 2011, dalle colonne del New York Times, l'antico profeta dell'equivalenza ricardiana, Robert Barro proclamava “*Today's priority has to be austerity, not stimulus*” e “*Given the low level of government credibility, fiscal discipline has to start now to be taken seriously*”.

modo sbagliato in cui l'UME è stata istituzionalmente disegnata.

In estrema sintesi, secondo questa visione esiste una sostanziale differenza tra i paesi che possono condurre in modo autonomo la propria politica monetaria e i paesi che – essendo entrati a far parte di un'unione monetaria – hanno *de facto* rinunciato alla possibilità di gestire la propria politica monetaria.

I mercati finanziari non hanno il potere di forzare il *default* di paesi che possono lasciar deprezzare la propria valuta e contare su di una Banca Centrale nazionale che può acquistare, in ultima istanza, i titoli del proprio debito pubblico. Diversamente, i paesi che fanno parte di un'unione monetaria (come l'UME) quando subiscono un attacco speculativo hanno molte meno difese. Gli speculatori che vendono titoli del debito sovrano denominati in euro, possono reinvestire il ricavato acquistando qualsiasi altro titolo di paesi dell'area senza dover sopportare alcuna perdita dovuta al deprezzamento del cambio. La Grecia (banche e governo) perde liquidità e se non viene prontamente assistita dagli altri paesi europei precipita verso il *default* senza poter costringere la BCE comprare titoli pubblici greci. Inoltre il mancato deprezzamento della valuta comune impedisce che la Grecia benefici dell'ossigeno che potrebbe venire da un miglioramento della competitività (sia pure di breve periodo), ossigeno che invece potrebbe affluire in abbondanza a un paese dotato di una propria autonoma valuta. La sintesi di Paul Krugman dell'8 novembre 2011 è, come sempre, fulminante: *“The point about the euro, however, is that it combined the worst of both worlds: the inflexibility of a currency union, with the you're on your own structure of national sovereignty”*.

Senza entrare nella discussione dei vari fondi e meccanismi che sono stati previsti (tra numerosi

contrastanti e non meno numerosi ripensamenti) per far fronte alla situazione, è lecito notare che, come nel gioco dell'oca, siamo tornati al punto di partenza. Vale a dire al nodo del disegno istituzionale dell'unione monetaria europea con riferimento a una stabile politica fiscale comune, che non sia fatta solo di regole, di vincoli e di sanzioni per poi risolversi o in deroghe o - nell'affanno e nella concitazione delle crisi più gravi - in aiuti estorti con l'astuzia e concessi con riluttanza e a caro prezzo, sulla base di piani di rientro troppo accelerati, capaci di uccidere la crescita e quindi, con elevata probabilità di rivelarsi *self defeating*.

Inoltre, la fiducia negli effetti espansivi del consolidamento fiscale sembra destinata a ridursi parecchio. Gujardo, Leigh, Pescatori (2011) mostrano che gli effetti espansivi del consolidamento sono in parte rilevante dovuti alla metodologia di analisi impiegata, che identifica i cambiamenti discrezionali della politica fiscale usando un concetto statistico come il bilancio primario aggiustato per il ciclo (CAPB). Ma i cambiamenti del CAPB possono includere cambiamenti non dovuti alla politica economica, ma correlati con altri sviluppi che influenzano l'economia. “Per esempio, un boom di borsa migliora il CPB poiché fa aumentare i guadagni di capitale e perciò le entrate fiscali aggiustate per il ciclo. [...] Inoltre, un aumento del CAPB potrebbe riflettere la decisione di un governo di aumentare le imposte o tagliare le spese al fine di contenere la domanda interna e ridurre il rischio di surriscaldamento. In questo caso usare l'aumento del CAPB per misurare gli effetti del consolidamento fiscale sull'attività economica soffrirebbe del problema di *reverse causality* e distorcerebbe l'analisi a favore dell'ipotesi del consolidamento fiscale

espansivo” (Guajardo, Leigh, Pescatori, 2011, pp. 3-4).

Gli studiosi in questione scelgono invece di esaminare il comportamento di numerose economie (non della sola economia americana) a seguito di cambiamenti discrezionali nella politica fiscale che le fonti storiche mostrano non essere finalizzati a stabilizzare il ciclo e che, perciò, possono essere individuati come provvedimenti genuinamente indirizzati al consolidamento fiscale. I risultati della loro analisi ci dicono che un consolidamento fiscale pari a un punto di Pil riduce, in media, il consumo privato reale di 0,75 punti nei due anni successivi, mentre il Pil reale si riduce dello 0,62%, mentre la disoccupazione aumenta dello 0,5%. Inoltre, gli effetti negativi non scompaiono neanche dopo cinque anni: in particolare, mentre la disoccupazione di breve durata torna a ridursi, aumenta quella “di lunga durata”, con tutte le conseguenze negative associate. Anche l’equità del consolidamento appare dubbia: un consolidamento fiscale pari all’1% del Pil riduce i salari reali dello 0,9%, mentre riduce i profitti reali solo dello 0,3% (Ball, Leigh, Loungani, 2011, p. 23). In altri termini, il consolidamento fiscale è un modo per ottenere, indirettamente, una deflazione interna. Tutto come previsto dalla teoria Keynesiana standard, compreso il fatto che il deprezzamento delle valute allevierebbe gli effetti negativi del consolidamento fiscale, così come lo allevierebbe il tenore espansivo della politica monetaria (quindi una riduzione dei tassi di interesse). Inoltre, il consolidamento ottenuto attraverso l’aumento della pressione fiscale sembra avere effetti più restrittivi di quello ottenuto mediante riduzioni di spesa.

Peccato che i paesi dell’Eurozona destinati al più drastico consolidamento fiscale (a cominciare dalla Grecia) non possano né svalutare né

beneficiare di una politica monetaria espansiva, visto che i tassi sono già vicini al valore soglia pari a zero.

Riferimenti

Alesina A., Ardagna S. (2010), “Large changes in fiscal policy: taxes versus spending”, *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, ed. J. Brown, Cambridge Mass., National Bureau of Economic Research.

Alesina A., Perotti R. (1997), “Fiscal adjustment in OECD countries: composition and macroeconomic effects”, *IMF Staff Papers*, 44: 210-248.

Ball L., Leigh D., Loungani P. (2011), “Painful medicine”, *Finance & Development*, September 2011.

Belke A., D. Gros, (2009a), “Is a unified macroeconomic policy necessarily better for a common currency area?”, *European Journal of Political Economy*, 25: 98-101.

Belke A., D. Gros, (2009b), “On the benefits of fiscal policy coordination in a currency union: a note”, *Empirica*, 36: 45-49.

Blanchard O., Perotti R. (2002), “An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output” *Quarterly Journal of Economics*, 117(4): 1329-1368.

Blinder A., Zandi M. (2010), “How the Great recession was brought to an end”, *mimeo*.

Bofinger P., E. Mayer (2007), “Monetary and fiscal policy interaction in the Euro area with different assumptions on the Phillips curve”, *Open Economy Review*, 18: 291-305.

Corsetti G., Meier A., Müller G. (2009), “Fiscal stimulus with spending reversals”, IMF Working Paper/09/16.

- Delors J. (1989), “Regional implications of economic and monetary integration”, in Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxembourg, Office for Official Publications of the EC.
- De Grauwe P. (2011), “The governance of a fragile Eurozone”, CEPS Working Document, n. 346, May 2011.
- Fleming, J. Marcus (1962). “Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates”. *IMF Staff Papers* 9: 369–379.
- Giavazzi F., Pagano M. (1990), “Can severe fiscal consolidations be expansionary? Tales of two small European countries”, *NBER Macroeconomics Annual*, 5: 75-111.
- Guajardo J., Leigh D., Pescatori A. (2011) “Expansionary austerity: new international evidence”, IMF Working Paper, WP/11/158.
- Kenen P. (1969), “The theory of optimum currency areas: an eclectic view”, in Mundell R.A., Swoboda A., eds. (1969), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press..
- MacDougall (1977), *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, vol. 1: General Report, Brussels, April 1977.
- Mundell R.A. (1961), “A theory of optimum currency areas”, *American Economic Review*, 51: 657-665.
- Mundell, R.A. (1963). “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”, *Canadian Journal of Economic and Political Science* 29 (4): 475–485.
- Roeger W., Veld J. (2009), “Fiscal policy with credit constrained households”, *European Economy*, Economic Papers 357/January 2009.
- Sala-i-Martin X., J. Sachs (1991), “Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States”, in Canzoneri M., V. Grilli, P. Masson, eds. (1991), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O., Cottarelli C. (2009), “Fiscal policy for the crisis”, *CEPR Discussion Paper*, n. 7130.
- Spilimbergo A., Symansky S., Schindler M. (2009), “Fiscal multipliers”, *IMF Staff Position Note*, SPN/09/11.
- von Hagen J. (1992), “Fiscal arrangements in a monetary union: some evidence from the US”, in Fair D., C. de Boissieux, eds. (1992), *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, Deventer, Kluwer..
- von Hagen J., C. Wyplosz (2008), “EMU’s decentralized system of fiscal policy”, *European Economy*, Economic Papers 306/February 2008.
- Wolf H. (2011) “Internal devaluation in a monetary union”, *International Economics and Economic Policy*, (8) 3-6.
- Wren Lewis S. (2011), “The case against austerity today”, London, Institute for Public Policy Research.
- Wyplosz C. (2011), “Fiscal discipline: rules rather than institutions”, *National Institute Economic Review*, n. 217, July 2011.



4. MECCANISMI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI SOVRANI IN EUROPA ♦

Questo capitolo affronta il tema della ristrutturazione del debito sovrano nella zona euro. Il problema più urgente riguarda la Grecia. L'accordo raggiunto tra i governi e i creditori privati nel luglio scorso aveva generato la speranza che il caso greco potesse risolversi con una ristrutturazione volontaria dei titoli detenuti dalle istituzioni finanziarie. Nel corso dell'estate quell'accordo si è rivelato insufficiente, e il vertice del 26 ottobre si concludeva con un accordo preliminare che accresceva di molto il costo della ristrutturazione per i creditori privati. Su quell'accordo pesa ora l'incertezza dovuta alla difficoltà di raggiungere l'adesione del 90% dei creditori. Nel corso di quest'anno è stata più volte avanzata l'ipotesi di un buy-back di parte del debito greco da parte dello stesso governo ellenico, sfruttando il basso prezzo di mercato dei titoli di stato greci in circolazione. Questa proposta è interessante, ma è stata scartata nel dibattito politico, presumibilmente perché richiede ulteriori finanziamenti da parte dei partner europei, in aggiunta a quelli già stanziati.

In una prospettiva allargata agli altri stati ad alto debito della zona euro, una proposta che potrebbe aiutare a stabilizzare i mercati finanziari e a ridurre il costo del servizio del debito pubblico è quella che prevede l'introduzione di eurobond. I titoli emessi dallo EFSF, essendo garantiti dagli stati dell'eurozona, costituiscono di fatto un passo in questa direzione. Tuttavia, essi sono solo strumenti di emergenza e non hanno alcune caratteristiche specifiche, che dovrebbero fare parte di un piano organico di introduzione degli

eurobond: limite del loro ammontare in rapporto al PIL, *seniority*, garanzia collaterale. Il capitolo espone in dettaglio queste caratteristiche, esaminando le diverse opzioni emerse nel dibattito di *policy* su questo argomento.

1. Il coinvolgimento del settore privato

Il Consiglio dei Capi di Stato della zona euro annunciava lo scorso 21 luglio di avere trovato un accordo con il settore privato per il suo coinvolgimento nel nuovo piano di salvataggio della Grecia. Questo secondo piano – che si aggiunge a quello approvato nel maggio 2010 – prevedeva un contributo dei partner europei (tramite lo EFSF) e del FMI per un totale di 109 miliardi di euro. Prevedeva anche un allungamento della scadenza del prestito EFSF (da sette anni e mezzo a una durata compresa tra i 15 e i 30 anni) e un abbassamento del tasso d'interesse al 3.5%, in linea con i costi di finanziamento dello stesso EFSF. In realtà, il contributo dei privati era stimato sulla base di una proposta fatta dallo *Institute of International Finance* (IIF) in rappresentanza delle maggiori banche e assicurazioni internazionali.¹ Il successo dell'operazione era subordinato al raggiungimento di una quota di adesioni pari al 90% del valore dei titoli in circolazione. Senza entrare in troppi dettagli tecnici, cerchiamo di riassumere i termini essenziali della proposta.

La proposta IIF prevedeva quattro possibilità di ristrutturazione dei titoli in portafoglio delle istituzioni finanziarie aderenti:

- 1) scambio alla pari con titoli a trent'anni e tasso d'interesse al 4.5%;

¹ Il documento dello IIF (2011) riporta una lista di 25 istituzioni aderenti alla proposta. Le informazioni riportate nel seguito sono tratte da questo documento e da un *background document* predisposto dai servizi della Commissione UE (2011).

♦ A cura di Angelo Baglioni.

- 2) impegno a rinnovare i titoli alla scadenza, sottoscrivendo alla pari titoli a trent'anni con tasso d'interesse del 4.5%;
- 3) scambio a sconto con altri titoli a trent'anni, con valore nominale pari all'80% del valore nominale dei titoli detenuti, con un tasso di rendimento del 6.42%;
- 4) scambio a sconto con altri titoli a quindici anni, con valore nominale pari all'80% del valore nominale dei titoli detenuti, con un tasso di rendimento del 5.9%.

In sostanza, le prime due opzioni prevedono che lo scambio o il rinnovo a scadenza non comporti alcun sacrificio per il creditore sul valore nominale del titolo detenuto; in cambio il creditore concede una dilazione notevole del suo credito, ad un tasso d'interesse prossimo a quello concesso dalle autorità (EFSF e FMI). Le altre due opzioni prevedono invece un sacrificio immediato del 20% sul valore nominale dei titoli, in cambio di un tasso d'interesse più elevato. La proposta IIF prevede di calibrare l'esatto *pricing* dei quattro strumenti proposti in modo da produrre un sacrificio per i creditori pari al 21% del valore attuale (NPV) dei titoli in portafoglio.

Un elemento importante della proposta è la garanzia collaterale (*credit enhancement*). Essa prevede che il valore facciale dei nuovi titoli sia garantito da un investimento in un titolo zero-coupon di standing creditizio elevato (AAA). Secondo l'IIF l'acquisto di questo titolo da parte del governo greco dovrebbe essere finanziato dallo EFSF. In ogni caso, il costo della garanzia riduce il contributo dei privati al piano di ristrutturazione. Si può così calcolare che il contributo netto del settore privato, per il periodo 2011-2020, sia di 93 miliardi di euro (poco meno del 30% del debito pubblico greco): 135 (contributo lordo) meno 42 (costo del *credit enhancement*).

Nei mesi estivi la quota di adesioni alla proposta dello IIF ha raggiunto un valore prossimo al 90% dei titoli in circolazione: sotto questo profilo, l'operazione ha quindi sostanzialmente raggiunto il suo obiettivo. Tuttavia, essa è ormai ritenuta insufficiente, alla luce della evoluzione negativa della congiuntura e dei saldi di finanza pubblica della Grecia, che sono ulteriormente peggiorati rispetto allo scenario alla base dell'accordo del 21 luglio scorso.

Il vertice europeo del 26 ottobre ha quindi modificato radicalmente i termini dell'accordo precedente, indicando nel 50% la misura dello *haircut* "volontario" che sarebbe stato concordato con le istituzioni finanziarie. Le banche dovrebbero quindi accettare uno scambio di titoli che comporterà un dimezzamento del valore nominale del loro credito. Ciò dovrebbe consentire una riduzione del debito pubblico greco al 120% del Pil entro il 2020. A fianco di questo contributo privato, vi sarebbe il contributo dei partner europei di 100 miliardi, comprensivi di quanto occorrerà per ricapitalizzare le banche greche, duramente colpite dalla svalutazione dei titoli di stato in portafoglio. Anche su questo accordo grava però una forte incertezza. Si tratta infatti, in realtà, di un pre-accordo: raggiungere il consenso di un numero di banche tali da rappresentare il 90% del valore dei titoli in circolazione sarà ancora più difficile rispetto all'accordo del 21 luglio scorso, che prevedeva un *haircut* del 21%. A questo proposito, si deve tenere conto che un taglio del 50% è molto vicino a quello che normalmente avviene nei casi di insolvenza dichiarata (nei quali mediamente la perdita dei creditori è del 60%). Per molte banche potrebbe essere più conveniente l'alternativa di un *default* esplicito ("involontario"), nel qual caso potrebbero incassare la copertura assicurativa acquistata con i CDS (*Credit Default Swap*).



L'ultima osservazione ci porta ad individuare la principale ragione perché i governi europei stiano cercando di arrivare ad un accordo *volontario* con le banche, al fine di ridurre lo stock di debito greco in circolazione. Uno dei vantaggi di questa soluzione, rispetto ad un vero e proprio *default* esplicito, consiste nella possibilità di evitare che scattino le clausole di protezione dei CDS. Un *default* in senso tecnico² costringerebbe le istituzioni che hanno venduto copertura contro il rischio di insolvenza dell'emittente sovrano greco a pagare le somme previste nei contratti CDS. Date le notevoli cifre in gioco, questo effetto potrebbe creare problemi a qualche istituzione finanziaria particolarmente esposta in questo mercato: si pensi al caso della compagnia assicurativa americana AIG, che si trovò in serie difficoltà per avere venduto CDS per importi molto alti. La rinegoziazione volontaria del debito fa parte delle soluzioni *market-based* che, basandosi sull'accordo con i soggetti privati anziché sulla imposizione di tagli al valore dei titoli in circolazione, dovrebbe evitare un ricorso generalizzato alle clausole previste nei CDS, evitando così che un ulteriore fattore destabilizzante venga ad aggiungersi ad una situazione di mercato già notevolmente delicata.

2. Il Buyback

Nel caso della Grecia, i cui titoli governativi vengono scambiati da tempo sul mercato a valori ampiamente inferiori al nominale (le quotazioni hanno raggiunto in alcuni casi valori inferiori al 50% del valore facciale), è stata considerata anche l'ipotesi di un *buyback* del debito. L'idea di base è la seguente: sfruttando il basso prezzo al quale i titoli sono scambiati, un debitore sovrano potrebbe ritirare dal mercato 100 euro di debito

pagandolo molto meno di 100, riducendo così lo *stock* di debito in circolazione. Questa ipotesi era stata introdotta all'inizio del 2011 nel dibattito politico, ma era stata respinta, principalmente per l'opposizione politica di alcuni paesi, in particolare della Germania. Essa è riemersa nello scorso mese di luglio, durante le trattative tra banche e governi dell'area euro, ad opera dello IIF, che l'ha inclusa nella sua proposta di ristrutturazione del debito greco. In particolare, la proposta dell'IIF prevedeva che gli stati partner dell'euro zona finanzia con 20 miliardi l'operazione di *buyback*, consentendo così al governo greco di riacquistare 32.6 miliardi di debito circolante sul mercato (assumendo un prezzo medio di acquisto pari al 61.43% del valore nominale). Ciò consentirebbe alla Grecia di ridurre di 12.6 miliardi il suo debito.

Nella letteratura teorica, l'idea del *buyback* ha origine in un contributo di Krugman (1988) relativo ai paesi in via di sviluppo. L'idea è interessante in quanto potrebbe contribuire ad una soluzione *market-based* al problema del debito greco, in grado di evitare un *default* in senso tecnico. Tuttavia i dettagli sono importanti: a seconda di come viene effettuata, l'operazione può avere conseguenze molto diverse. In particolare, bisogna distinguere tra il *buyback* "puro" e quello "a leva".³

Buyback "puro". Partiamo dal caso in cui un paese impieghi risorse proprie per acquistare parte del suo debito sul mercato. Bulow e Rogoff (1988) hanno dimostrato che questa operazione può rivelarsi un *boomerang* per il paese debitore, per il seguente motivo. Se uno stato sovrano ritira dal mercato un euro di debito, il valore atteso

² Ciò che viene tecnicamente definito un *credit event*.

³ Per semplicità, nel seguito si dà solo un'esposizione intuitiva dell'argomento. Un esempio numerico è disponibile in Baglioni (2011,a); un'analisi formalizzata è contenuta in Baglioni (2011, b).

della sua passività nei confronti dei creditori si riduce di una somma pari a un euro moltiplicato per la probabilità di solvenza: quell'euro verrebbe infatti ripagato dal governo solo nel caso in cui esso sia effettivamente in grado di onorare i suoi impegni. Il prezzo di un titolo sul mercato è sempre maggiore di quella somma perché incorpora, in aggiunta ad essa, anche ciò che i creditori riceverebbero in caso di insolvenza. Quindi il prezzo pagato da uno stato sovrano in un *buyback* è maggiore del beneficio che esso ne ricava. L'effetto dell'operazione è quello di trasferire ricchezza dal paese debitore ai suoi creditori, facendo aumentare il prezzo di mercato dei titoli.

Buyback "a leva" (*leveraged*). Le cose cambiano se consideriamo il caso in cui lo stato debitore si faccia prestare i soldi necessari al *buyback* da una istituzione internazionale: parliamo allora di un *leveraged buyback*. Il paese debitore non impiegherebbe risorse proprie nell'operazione, che si tradurrebbe in un cambiamento nella composizione delle sue passività: il nuovo creditore si sostituirebbe, in parte, ai detentori dei titoli circolanti sul mercato.

Nel caso della Grecia, in particolare, poniamo che sia lo EFSF a prestare al governo greco la somma necessaria a ricomprare parte del suo debito. Una condizione cruciale dell'operazione dovrebbe essere la *seniority* dello EFSF rispetto ai detentori di titoli dello stato greco circolanti sul mercato. Ciò consentirebbe alla Grecia di sostituire parte del debito esistente con un debito meno rischioso, collocato presso lo EFSF. Quest'ultimo, di conseguenza, dovrebbe applicare un tasso d'interesse inferiore a quello attualmente pagato dalla Grecia sul mercato; questa non sarebbe una concessione, ma rifletterebbe solo il minore rischio di credito. L'altra faccia della medaglia sarebbe la riduzione del prezzo di mercato dei

titoli che continueranno a circolare sul mercato, dovuta alla maggiore rischiosità di questi titoli rispetto alla situazione attuale (essendo divenuti *junior* rispetto allo EFSF). L'impatto negativo sui creditori è inevitabile: perché sia utile, una operazione sul debito deve necessariamente trasferire ricchezza dai creditori allo stato debitore.

3. Gli Eurobond

Nel dibattito sui debiti sovrani nell'area euro, è spesso emersa l'opzione di emettere Eurobond, che possiamo genericamente definire come titoli di debito dei governi dell'area euro nel loro complesso. All'interno di questa generica definizione, esistono tuttavia diverse ipotesi, anche molto diverse tra di loro. E' bene quindi distinguere tra di esse.

Titoli emessi dallo *European Financial Stability Facility* (EFSF). Attualmente questi sono gli unici titoli di debito esistenti, riconducibili alla definizione di eurobond. Sono stati emessi dallo EFSF per erogare gli aiuti, concordati a livello europeo, a Irlanda e Portogallo. Ne dovrebbero essere emessi altri nei prossimi mesi, per finanziare il secondo piano di assistenza finanziaria alla Grecia, concordato lo scorso 21 luglio. Tuttavia l'accordo del 21 luglio è stato rimesso in discussione, a causa del peggioramento della congiuntura e dei saldi di finanza pubblica in Grecia; rimane al momento incerta l'erogazione di questo secondo pacchetto di aiuti a questo paese. I titoli emessi dallo EFSF godono della garanzia dei paesi dell'area euro, in proporzione alle rispettive quote di capitale nella BCE. Grazie a questa garanzia, essi pagano un rendimento vicino al tasso privo di rischio.

L'accordo di luglio ha introdotto una maggiore flessibilità nella operatività dello EFSF: esso potrà



acquistare titoli di stati dell'euro zona sul mercato secondario; potrà anche fornire ai governi nazionali finanziamenti da utilizzare per ricapitalizzare le banche europee. Questa evoluzione è da vedere con favore, per diverse ragioni. L'acquisto di titoli sovrani sul mercato secondario solleva la BCE dal compito di stabilizzare questo mercato, evitando così una interferenza con la politica monetaria. Gli interventi a favore di una ricapitalizzazione del sistema bancario europeo sono necessari, in presenza di prevedibili perdite di valore dei titoli pubblici detenuti in portafoglio dalle banche europee; la necessità di un intervento pubblico, che integri le risorse private nel processo di ricapitalizzazione del sistema bancario, è stato sottolineato anche dal FMI. Tuttavia questo accordo non è ancora operativo; il lungo e contrastato processo di approvazione da parte dei parlamenti nazionali si è concluso solo a metà ottobre.

Il vertice europeo del 26 ottobre ha visto un accordo preliminare tra i governi dell'euro zona, in relazione al rafforzamento dello EFSF. Il rafforzamento dovrebbe avvenire tramite due canali, sui quali però mancano ancora molti dettagli. Il primo canale prevede l'offerta ai sottoscrittori di nuovi titoli pubblici di una opzione per l'acquisto di una garanzia, fornita dallo EFSF: questa garanzia coprirebbe una percentuale (il 20% secondo notizie di stampa) delle eventuali perdite inflitte ai creditori in caso di insolvenza dell'emittente. Il secondo canale prevede la costituzione di veicoli speciali (*Special Purpose Vehicles*), con la partecipazione di finanziatori pubblici e privati, per acquistare titoli pubblici e per partecipare alla ricapitalizzazione delle banche. Peraltro, le conclusioni del vertice precisano che non ci sarà nessuna estensione delle garanzie concesse dai governi a sostegno dello EFSF.

Nel frattempo, le tensioni sul mercato dei titoli pubblici in Europa hanno avuto ripercussioni anche sul costo e sulle capacità di finanziamento dello EFSF. Lo *spread* tra il tasso d'interesse sui titoli emessi dallo EFSF e i titoli di stato tedeschi si è progressivamente ampliato fino a portarsi ad un livello prossimo ai 100 punti base. Su questo processo hanno probabilmente influito le proposte e le voci relative ad un ampliamento delle dimensioni del Fondo mediante un meccanismo di leva, che dovrebbe portare il Fondo stesso a raccogliere sul mercato risorse pari a un multiplo delle garanzie ricevute dagli stati partecipanti. Le avverse condizioni di mercato hanno indotto lo EFSF a sospendere l'emissione, prevista per il 2 novembre scorso, relativa a tre miliardi di titoli a dieci anni, finalizzata a finanziare il programma di assistenza all'Irlanda. Ciò non dovrebbe provocare immediati problemi di liquidità per il Tesoro irlandese, che ha comunicato di avere risorse sufficienti a fare fronte alle sue necessità immediate. Tuttavia, questo rinvio rappresenta un segnale negativo sulle capacità del Fondo di reperire sul mercato risorse finanziarie a costi contenuti.

Nel 2013 lo EFSF sarà sostituito dallo *European Stability Mechanism* (ESM), che emetterà titoli simili, ma con una importante differenza: la *seniority*. Questo significa che, in caso di insolvenza di uno stato finanziato dallo ESM, quest'ultimo avrà diritto ad essere rimborsato prima dei creditori privati. Un'altra importante caratteristica del futuro ESM è la condizionalità dei suoi interventi al coinvolgimento del settore privato: la sostenibilità del debito di uno stato membro in difficoltà dovrà essere raggiunta non solo grazie all'aiuto finanziario dei paesi partner della zona euro, ma anche grazie alla rinegoziazione dei titoli collocati presso gli investitori privati. Il *bail-in* dei privati, finora oggetto di una trattativa *ad hoc* nel caso della

Grecia, diventerà quindi una clausola da applicare sistematicamente per gli interventi dello ESM.

Eurobond. Con questo termine ci si riferisce generalmente alla proposta avanzata da M. Monti (2010) e da J.-C. Juncker – G. Tremonti (2010).⁴ Essa prevede di sostituire una parte del debito degli stati della zona euro con debiti verso la costituenda Agenzia del Debito Europea (ADE), che a sua volta si finanzierebbe sul mercato emettendo gli eurobond. Questi ultimi diventerebbero uno strumento normale di gestione del debito pubblico, uscendo così dalla logica del salvataggio in extremis di uno stato sull'orlo dell'insolvenza, che caratterizza invece attualmente l'operato dello EFSF. Gli eurobond dovrebbero essere assistiti dalla garanzia congiunta dei governi dell'area euro: in questo modo, essi sarebbero garantiti dal surplus primario aggregato della zona euro nel suo complesso. Grazie alla garanzia congiunta, vi sarebbe un effetto di diversificazione: il peggioramento del bilancio pubblico in qualche paese della zona euro potrebbe essere bilanciato da un andamento opposto in altri paesi.

Due sono le caratteristiche più interessanti della proposta:

- Limite. L'ammontare di debito pubblico finanziato con gli eurobond sarebbe limitato ad una specifica percentuale del PIL (presumibilmente tra il 40% e il 60%); la parte di debito eventualmente eccedente questa quota rimarrebbe nazionale.
- *Seniority*: la ADE (come l'ESM) sarebbe un creditore privilegiato rispetto ai privati.

Entrambe queste caratteristiche sono volte a ridurre il rischio di credito degli eurobond, che dovrebbero quindi pagare un tasso molto vicino a

quello privo di rischio. Sotto questo profilo, quindi, essi non dovrebbero comportare un costo aggiuntivo per i paesi che attualmente godono della AAA (come la Germania).

Il costo per i paesi virtuosi sotto il profilo fiscale risiede piuttosto nella garanzia prestata: se un altro paese dovesse essere insolvente, essi sarebbero sottoposti ad un esborso. Si possono però individuare dei meccanismi per ridurre al minimo questo costo. La stessa *seniority*, unitamente al limite all'emissione di eurobond, serve proprio a questo scopo. In aggiunta, è possibile introdurre una terza caratteristica:

- Collaterale. I governi dovrebbero depositare un collaterale in *cash* presso la EDA, pari alla perdita attesa della EDA stessa sulla sua esposizione verso i settori pubblici. Per evitare sussidi incrociati tra i paesi partecipanti, il costo del deposito collaterale dovrebbe essere ripartito tra i paesi in proporzione al loro rischio di credito. Per la precisione, ciascun paese dovrebbe partecipare al deposito in proporzione al collaterale che sarebbe necessario se decidesse di emettere titoli di debito senior per suo conto e di renderli privi di rischio.⁵

Per comprendere quest'ultima caratteristica, consideriamo il caso in cui un paese si faccia per conto suo il *tranching* del debito pubblico in una quota senior e una junior. Questa operazione (*domestic tranching*) non muterebbe il costo complessivo del debito di quel paese: il guadagno per l'emittente sul debito senior verrebbe esattamente compensato dal maggior costo del debito junior. Per definizione, il *domestic tranching* non beneficia della garanzia congiunta e della diversificazione. Di conseguenza,

⁴ Si veda anche Delpla – Weizsacker (2010).

⁵ Si veda Baglioni - Cherubini (2011) per i dettagli tecnici di questa proposta.



l'ammontare totale di collaterale che sarebbe necessario per rendere privi di rischio i titoli senior emessi dai governi dell'area euro in uno scenario di *domestic tranching* sarebbe più alto di quello necessario nel caso degli eurobond. La differenza tra i due livelli di collaterale rappresenta una buona misura della riduzione di costo del debito ottenuta grazie agli eurobond.

Come ripartire questo beneficio? Possiamo calcolare il contributo equo di ciascun paese al deposito collaterale che dovrebbe assistere l'emissione di eurobond, in modo tale da evitare sussidi incrociati tra paesi. La regola da seguire sarebbe semplice: ciascun paese dovrebbe contribuire in proporzione al collaterale che sarebbe necessario per rendere privo di rischio il suo debito senior nell'ipotesi di *domestic tranching*. I paesi ad alto debito dovrebbero contribuire di più; ciò non impedirebbe loro di usufruire di una riduzione del costo medio del debito rispetto ai livelli attuali. Al contrario, i paesi con elevato merito creditizio dovrebbero contribuire di meno. In particolare, quei paesi che, grazie alla loro reputazione, sarebbero in grado di emettere per conto loro titoli senior privi di rischio anche senza collaterale, non dovrebbero contribuire al deposito in *cash*. Inoltre, non vi sarebbe alcun onere di interessi in più per quei paesi, visto che sul debito domestico essi non potrebbero spuntare un tasso inferiore a quello sugli eurobond, essendo quest'ultimo uguale al tasso privo di rischio, grazie alla garanzia congiunta e al deposito collaterale.

Rispetto agli attuali tassi di rendimento, il costo del debito junior aumenterebbe. Ciò introdurrebbe un incentivo a perseguire politiche fiscali più responsabili, grazie al fatto che il costo marginale di emettere debito salirebbe. Sotto questo profilo è indispensabile che gli eurobond coprano solo una quota del debito pubblico, almeno per i paesi ad alto debito.

EuroUnionBond. Una variante sul tema degli eurobond è contenuta in una recente proposta avanzata da R. Prodi e A. Quadrio Curzio (2011), secondo cui si dovrebbe istituire un Fondo Finanziario Europeo (FFE), dotato di un capitale versato di 1.000 miliardi di euro, conferito dai paesi dell'area euro in proporzione alla loro quota nel capitale della BCE. I conferimenti avrebbero una duplice natura: le riserve auree del Sistema Europeo di Banche Centrali e azioni/obbligazioni di società detenute dagli stati membri (per l'Italia: Eni, Enel, Finmeccanica, Poste). Con questo capitale il FFE potrebbe emettere 3.000 miliardi di euro di EuroUnionBond, utilizzati nel seguente modo: 2.300 miliardi per rilevare titoli di stato dell'area euro, 700 miliardi per finanziare grandi investimenti europei nei campi dell'energia, telecomunicazioni, trasporti. La proposta persegue due obiettivi allo stesso tempo: stabilizzare il mercato del debito sovrano europeo e sostenere gli investimenti infrastrutturali. Gli obiettivi della proposta sono pienamente condivisibili. Tuttavia, il conferimento delle riserve auree del SEBC al FFE pone qualche interrogativo: quale impatto avrebbe sulla stabilità e sull'autonomia del SEBC, nonché sul valore (inteso come fiducia nella moneta e tasso di cambio) dell'euro?

Project Bond. Il sostegno degli investimenti infrastrutturali è l'obiettivo di uno strumento finanziario specifico: i *project bond*. Si tratta di titoli emessi da società private per finanziare grandi progetti: reti di trasporto, reti energetiche e telematiche. Nel febbraio 2011 la Commissione UE ha proposto di rivitalizzare il mercato di questi strumenti, prosciugatosi con la crisi finanziaria degli ultimi anni. La proposta prevede che la UE e la Banca Europea degli Investimenti concedano prestiti alle società-progetto per co-finanziare investimenti in infrastrutture. Le società-progetto si finanzierebbero anche emettendo *project bond*

sul mercato. In caso di insolvenza, la *seniority* spetterebbe ai creditori privati: questi avrebbero la precedenza nei rimborsi rispetto alla UE e alla BEI. In questo modo il rischio di credito verrebbe in massima parte trasferito sul bilancio di UE e BEI, rendendo più appetibili i *project bond* emessi sul mercato.

UE (2011), *Europe 2020 Project Bond Initiative*, disponibile sul sito della [Commissione UE](#).

Riferimenti

Baglioni A. (2011 a), *Leveraged buyback: a proposal for the Greek debt overhang*, [VOX.eu](#) , 21 maggio.

Baglioni A. (2011 b), *Leveraged buybacks of sovereign debt*, working paper (<http://ssrn.com/abstract=1850574>).

Baglioni A. – Cherubini U. (2011), *A theory of eurobonds*, working paper (<http://ssrn.com/abstract=1928573>).

Bulow J. - Rogoff K. (1988), *The buyback boondoggle*, *Brookings Papers on Economic Activity*, n.2, pp.675-704.

Commissione UE (2011), *Background document on the offer by the IIF and on the debt buy back*, luglio.

Delpla - Weizsacker (2010), *The blue bond proposal*, *Bruegel Policy Brief* 2010/03.

Krugman P. (1988), *Market-based debt-reduction schemes*, *NBER Working Paper* n.2587.

IIF (2011), *IIF Financing Offer*, 21 luglio.

Juncker J.C. - G. Tremonti (2010), *E-bonds would end the crisis*, *Financial Times*, 5 dicembre.

Monti M. (2010), *Report to the President of the European Commission*, maggio 2010.

Prodi R. – Quadrio Curzio A. (2011), *EuroUnionBond per la nuova Europa*, *Il Sole* 24 Ore, 23 agosto.



5. LA NUOVA GOVERNANCE ECONOMICA DELL'UNIONE: SITUAZIONE E PROSPETTIVE*

La crisi che ha investito il debito sovrano di alcuni Paesi appartenenti all'Euro, a sua volta un rimbalzo della grande crisi del 2008-09 e degli sforzi effettuati dai paesi europei per sostenere con la finanza pubblica il sistema bancario e l'attività economica, ha evidenziato serie mancanze strutturali nella costruzione dell'area monetaria comune e per riflesso, dell'Unione Europea nel suo complesso. Carenze, intendiamoci, note da sempre agli specialisti, ma volutamente ignorate ai tempi della formazione della moneta unica, nella convinzione che la stessa integrazione monetaria avrebbe contribuito a rimuoverle, generando maggior convergenza economica e unità politica. E in effetti, un periodo di relativa effervescenza nell'attività economica e di fiducia nel funzionamento dei sistemi finanziari è sembrato dar sostegno a questa posizione, tant'è che ancora agli inizi del 2009, si poteva parlare con qualche fondamento dei primi dieci anni dell'Euro come di "un successo senza precedenti".

La crisi nei mercati finanziari generatasi negli Stati Uniti – divenuta crisi economica, poi fiscale, e quindi di nuovo finanziaria, bancaria ed economica – ha mostrato con tutta evidenza la fallacia di questa posizione, generando una grave perdita di fiducia nel debito di alcuni paesi periferici dell'area e costringendo gli altri paesi dell'UME a correre precipitosamente ai ripari per cercare di evitare gli effetti di contagio. Sotto lo stimolo dell'emergenza e la pressione dei mercati, non solo si è intervenuti con politiche di supporto

ai paesi in difficoltà, ma in poco più di un anno si sono fatti più passi avanti nella direzione dell'integrazione delle politiche economiche e fiscali che nei dieci anni precedenti. In un'escalation temporale scandita da drammatici vertici intergovernativi, ripetute riunioni dell'Ecofin, accordi del Consiglio europeo, tabù che apparivano insormontabili sono stati via via superati e l'Eurozona ha finito con il darsi alcuni degli strumenti e delle istituzioni tipiche degli stati federali. Un processo d'integrazione accelerato che di converso ha creato frizioni crescenti e forse insanabili nei confronti degli altri paesi dell'Unione Europea che non fanno parte e che verosimilmente non vorranno mai far parte dell'unione monetaria.

Così in pochi mesi, il Patto di Stabilità interna è stato via via rafforzato; sono stati rafforzati i poteri della Commissione, non solo nella fase sanzionatoria ma anche in quella preventiva; si è esteso l'ambito di convergenza delle politiche, da quelle fiscali alle politiche economiche in senso lato; si sono fatti passi avanti nel coordinamento, anche nei tempi e nelle procedure, delle politiche di bilancio; sono stati introdotti meccanismi di intervento, comprensivi (dal 2013) di un fondo permanente di sostegno ai paesi in difficoltà, che molto assomigliano alle procedure esistenti in molti Stati per il supporto di governi locali in difficoltà finanziaria. Infine, anche la BCE, superando un limite storico, è intervenuta in modo massiccio a sostegno della stabilità finanziaria, con l'acquisto sul mercato secondario dei titoli di stato sovrani.

E, tuttavia, appare sempre più evidente che questi passi non sono sufficienti, e che il problema fondamentale dell'unione monetaria, la mancanza di una chiara attribuzione di sovranità agli organismi europei, non sia stato ancora affrontato

* A cura di Massimo Bordignon.

compiutamente. E' l'assenza di una soluzione chiara a questo problema squisitamente politico che limita gli interventi tecnici possibili e rende non pienamente efficaci quelli già approvati. E' per quest'assenza che un problema sostanzialmente marginale, come la crisi debitoria di un paese di limitatissima rilevanza economica, rischia di far naufragare l'intera costruzione monetaria e con essa quella europea. Risolvere il problema è senz'altro difficile, non ultimo perché richiede l'adesione convinta delle opinioni pubbliche europee, e dunque di una capacità di convincimento nei confronti di queste da parte delle élite politiche che finora è del tutto mancato. E' difficile anche perché una compiuta unità politica dei paesi dell'Euro necessariamente andrebbe a detrimento dell'Unione Europea nel suo complesso e quindi richiederebbe anche una revisione degli istituti e dei meccanismi di funzionamento di quest'ultima. Ma alla lunga resta l'unica soluzione possibile, se davvero vogliamo che l'unione monetaria sopravviva.

1. Gli strumenti della nuova *governance* economica europea

I nuovi meccanismi della *governance* economica a livello europeo sono stati introdotti in una serie di decisioni prese dal Consiglio europeo nel corso dell'ultimo anno e poi ratificate dal Parlamento europeo e da quelli nazionali quando necessario. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, il Consiglio si è in realtà limitato ad accogliere decisioni già prese dai paesi dell'Euro gruppo, e in particolare dei due paesi più importanti dell'area, a testimonianza del ruolo trainante che la crisi dei debiti sovrani ha imposto all'intera Unione. Sono anzi del tutto evidenti gli sforzi effettuati dalle autorità europee per cercare di reintrodurre le riforme pattuite per l'Euro all'interno della generale struttura istituzionale ed economica

dell'Unione, per evitare che il processo di maggiore integrazione dei paesi membri dell'UME finisca con lo svuotare di ruolo le istituzioni europee pre-esistenti. Tuttavia, con l'aggravarsi della crisi dell'Eurozona e gli sforzi conseguenti verso una maggior armonizzazione delle politiche dell'area, il processo di progressiva autonomizzazione dei paesi partecipanti all'unione monetaria rispetto al resto delle istituzioni dell'Unione appare ormai inarrestabile. Una dimostrazione plateale se ne è avuta nell'ultimo Consiglio Europeo (del 26 ottobre scorso) che ha condotto all'istituzionalizzazione dell'Euro summit (il consiglio che riunisce i primi ministri e i capi di stato dei paesi appartenenti all'euro e il presidente della commissione), che di qui in avanti avrà un suo Presidente, potenzialmente diverso dal presidente del Consiglio europeo, e incontri mensili regolari con il presidente dell'Euro gruppo, il presidente della Commissione, e possibilmente, con il presidente della BCE.

Il semestre europeo

In termini diacronici, la prima modifica rilevante nei sistemi di *governance* economica si è avuta con l'introduzione del **semestre europeo**, decisa nella riunione dell'Ecofin del settembre 2010 e adottata da quest'anno (e da noi recepita con la legge n.39 del 7 aprile 2011). La nuova procedura ha condotto a un'armonizzazione dei tempi per l'approvazione delle leggi di bilancio nei paesi membri e mira, attraverso un maggior coordinamento *ex-ante* ed *in itinere* delle politiche, a condurre ad una maggior integrazione delle politiche fiscali.

Specificamente, sulla base della nuova procedura, la Commissione presenta a gennaio stime sulla situazione economica dell'Unione, sulla cui base nel febbraio-marzo dello stesso anno, il Consiglio europeo elabora raccomandazioni e linee guida



per le politiche di bilancio dei paesi membri. Tenendo conto di queste raccomandazioni, segue in aprile la presentazione da parte dei paesi dei Piani di convergenza (nell'ambito del Patto di stabilità) e dei Piani di riforma, piani che vengono rivisti dalla Commissione a giugno, con raccomandazioni per la politica di bilancio di ciascun paese. L'Ecofin di giugno approva queste raccomandazioni, anche alla luce delle decisioni prese dal Consiglio europeo nello stesso mese. Infine, nella seconda parte dell'anno, ciascun paese approva la sua legge di bilancio, tenendo conto delle raccomandazioni ricevute in ambito europeo. La Commissione, nell'indagine annuale sulla crescita dell'anno successivo, da conto degli effetti di queste politiche e il processo ricomincia daccapo.

Il patto per l'euro

Elementi di maggior rilievo sono stati introdotti dal Consiglio europeo di marzo 2011. Intanto, su iniziativa franco-tedesca, si è decisa l'introduzione dal 2011 di un "Patto per l'euro", poi rinominato "Euro-plus" per ovvi motivi, patto che è vincolante per i paesi membri dell'UME, ma la cui partecipazione rimane aperta, su base volontaria, anche agli altri paesi (ma cinque di essi, tra cui il Regno Unito, hanno già deciso di non farne parte). Il Patto prevede che i governi dei paesi membri s'impegnino annualmente ad adottare misure tese ad aumentare la convergenza delle loro economie e ad accrescerne la competitività. Il meccanismo di *enforcement* è basato sul cosiddetto "metodo aperto di coordinamento", cioè la *peer review* da parte dei paesi membri. Specificamente, ogni paese presenta ai partner gli interventi che s'impegna ad attuare nel corso dell'anno, e il loro rispetto è monitorato dal Consiglio europeo con il supporto della Commissione l'anno successivo, in analogia a quanto descritto sopra per il semestre europeo.

Gli interventi devono essere coerenti con le linee guide predisposte dallo stesso Consiglio, ma la realizzazione è affidata alle politiche nazionali.

Le aree d'intervento previste sono numerose, ma possono essere sintetizzate nelle cinque macro-aree di competitività, occupazione, finanze pubbliche, stabilità finanziaria e coordinamento dei sistemi di tassazione. Per le prime, s'intendono essenzialmente riforme del mercato del lavoro e delle relazioni industriali, tese a ridurre il costo del lavoro e aumentarne la flessibilità (un obiettivo dichiarato è l'eliminazione di meccanismi automatici d'indicizzazione dei salari ai prezzi). Per le seconde, politiche tese ad aumentare i tassi di partecipazione alla forza lavoro di giovani, donne e *over fifty*. Per la terza, essenzialmente interventi sul sistema pensionistico, tesi a garantirne la sostenibilità nel lungo periodo. Sotto questo *heading*, rientra anche l'impegno a inserire nella legislazione nazionale le regole del patto di stabilità e crescita, inclusive di meccanismi automatici per il controllo delle finanze pubbliche (vincoli costituzionali al rispetto dell'equilibrio di bilancio, *debt brakes* o simili). La stabilità finanziaria fa riferimento a interventi tesi a limitare la crescita dei debiti del settore privato, sulla base dei suggerimenti avanzati dall'*European Systemic Risk Group*. Infine, il coordinamento fiscale si riferisce esplicitamente a politiche di armonizzazione della tassazione dei redditi da capitali e della tassazione delle società in ambito europeo (cioè di cespiti molto mobili a livello internazionale), un obiettivo perseguito nell'Unione Europea da decenni senza finora grande successo, prevalentemente per l'opposizione degli stessi paesi che hanno ora deciso di non aderire al nuovo patto.

Potenzialmente, al di là degli aspetti discutibili delle alcune singole proposte (in particolare quelle contenute nella originaria iniziativa franco-

tedesca), il patto per l'euro rappresenta un'innovazione di grande interesse. Si tratta in altri termini di rendere partecipi i paesi delle innovazioni necessarie per continuare a far parte di un'unione monetaria, in cui per definizione il tasso di cambio non può più essere lo strumento utilizzabile per compensare differenze nel livello di competitività tra paesi. Ma perché possa funzionare, il patto per l'euro dovrebbe trovare un'eco importante nelle opinioni pubbliche nazionali, informando il dibattito di politica economica interno a ciascun paese sugli obiettivi e le politiche da perseguire per rimanere competitivi.

A giudicare dall'impatto che nella sua prima formulazione il Patto ha avuto in Italia, nell'ambito della presentazione della legge di stabilità per il 2012 (cioè, zero), c'è da dubitare che funzioni. Il governo italiano si è limitato, infatti, a presentare politiche già approvate o riforme già promesse come rientranti negli obiettivi del Patto. Il problema principale, naturalmente, è che non esistono meccanismi vincolanti che possano condurre i diversi paesi ad adeguarsi al Patto, eccetto che per la *moral suasion* esercitata dal controllo dei pari. Tuttavia, come mostra l'esperienza dell'Agenda di Lisbona, è improbabile che il mero *peer review* sia sufficiente a convincere i Paesi ad adottare le riforme necessarie, superando le resistenze interne. Di nuovo, il problema è essenzialmente uno, la mancanza di sovranità da parte europea: meccanismi vincolanti non possono essere imposti perché il patto per l'euro incide su aree in cui la sovranità dei Paesi è costituzionalmente garantita dai Trattati, anche per i paesi partecipanti all'euro.

Il nuovo patto di stabilità e crescita

Una terza innovazione, ancora più rilevante, riguarda il Patto di Stabilità e Crescita. Qui il Consiglio europeo di marzo ha sostanzialmente

accettato la proposta di riforma avanzata dalla Commissione europea nel 2010, e il Parlamento europeo ha poi approvato, nel giugno di quest'anno, le proposte avanzate dal Consiglio a marzo, senza modifiche rilevanti. In sostanza, si rafforza la parte preventiva del Patto, imponendo ai paesi dell'euro che non hanno raggiunto il loro obiettivo di medio termine (in genere, il pareggio di bilancio), oltre alla correzione già prevista dello 0.5 del PIL annuo del loro disavanzo strutturale, anche il vincolo ulteriore che la spesa nominale non debba crescere più della crescita di medio periodo dell'economia, evitando dunque che il miglioramento del saldo avvenga esclusivamente sul lato delle entrate. Per quanto riguarda la parte correttiva del Patto, l'elemento rilevante è rappresentato dal maggior peso attribuito all'indicatore del debito rispetto all'indebitamento netto, imponendo la regola che il debito sul PIL debba ridursi del 5% annuo rispetto allo scostamento del rapporto debito/ PIL di un paese (computato come media del triennio precedente) rispetto al valore obiettivo del 60% sul PIL. Diventa anche molto più facile imporre ai paesi inadempienti le sanzioni monetarie (ora previste anche nella fase preventiva) rispetto al passato (e, in effetti, mai applicate), grazie al meccanismo del *reverse voting*, secondo il quale le sanzioni proposte dalla Commissione sono automaticamente adottate salvo che non si esprima in modo contrario la maggioranza qualificata del Consiglio.

Le nuove disposizioni sono naturalmente molto onerose per un paese come l'Italia che è caratterizzato da livelli elevati di debito pubblico, vicino al 120% del PIL. Anche indipendentemente dall'accelerazione indotta dalla crisi del debito nell'estate di quest'anno, un'applicazione automatica della nuova regola numerica sul debito avrebbe comunque condotto una riduzione del



deficit strutturale pari al 3% del PIL nel primo anno di attuazione. Ma l'Italia ha almeno ottenuto che l'applicazione non sia automatica e che nella definizione dell'obiettivo (come in realtà anche nelle decisioni concernenti l'imposizione di sanzioni) si tenga conto anche di altre considerazioni, quali per esempio il livello di debito del settore privato, che in Italia è particolarmente basso, e della stabilità del settore bancario. E' dunque almeno possibile che, superata l'attuale fase di turbolenza, l'obiettivo di correzione attribuito all'Italia possa essere "contrattato" anno su anno, nell'incontro che i ministri finanziari dell'Unione Europea devono avere ad aprile per definire la propria strategia finanziaria per gli anni successivi.

Infine, un altro elemento rilevante previsto dal nuovo patto di stabilità è l'estensione dei meccanismi di prevenzione e correzioni dagli squilibri di finanza pubblica a quelli **macroeconomici**. L'esperienza della crisi recente, che ha visto paesi apparentemente in ottima forma sul piano dei conti pubblici, come l'Irlanda e la Spagna, finire in crisi per la perdita di competitività del settore privato e l'esplosione dei debiti privati, ha evidentemente convinto la Commissione della necessità di estendere i meccanismi di monitoraggio e controllo di là dalle mere politiche di bilancio. In sostanza, si prevede l'elaborazione di una serie di indicatori macroeconomici che catturino la perdita di competitività di un paese e che potrebbero condurre la Commissione a proporre delle raccomandazioni al paese in questione. Il mancato adeguamento di un paese alle raccomandazioni ricevute darebbe origine a una "procedura per squilibri eccessivi", del tutto analoga a quella per disavanzi eccessivi, sebbene sanzioni e interventi potrebbero essere più moderati che nel caso di fallimento nell'ottemperare agli obblighi imposti sul piano fiscale. E' anche previsto che le

eventuali multe per gli squilibri eccessivi debbano andare a finanziare i nuovi meccanismi di stabilità finanziaria contemporaneamente introdotti (cfr. sotto), così costringendo i paesi che più probabilmente ne avranno bisogno a finanziarli in parte.

Degli effetti di queste modifiche sulle politiche fiscali in una logica macroeconomica si discute più diffusamente nel terzo capitolo di questo rapporto. Tuttavia, vale la pena osservare che l'effetto complessivo di queste disposizioni sui paesi europei, per quanto temperate dalle previsioni dell'adesione in un'ottica di medio periodo, conduce a una politica fiscale fortemente pro-ciclica, con tutti i paesi costretti a stringere la cinghia in condizioni di recessione economica, l'opposto di quello che sarebbe probabilmente necessario. Che questo sia ottimale per un'area sostanzialmente chiusa come quella dell'euro è discutibile. Così com'è discutibile che esistano indicatori macroeconomici sufficientemente coerenti e consistenti da poter segnalare *ex ante* la presenza di squilibri macroeconomici. Per esempio, in un'area monetaria comune, la presenza di consistenti flussi di capitale da un paese all'altro (che come corrispettivo richiedono avanzi e disavanzi di parte corrente) non necessariamente indica la presenza di squilibri macroeconomici che devono essere corretti (come ampiamente discusso nel secondo capitolo). Dopo tutto, una maggior mobilità dei flussi di capitale dovrebbe appunto essere uno degli obiettivi principali di un'area monetaria integrata.

1.4 I fondi europei di stabilità finanziaria

Infine, l'ultima rilevante novità di quest'anno è l'introduzione di fondi temporanei (EFSF e EFSM) e poi permanenti (ESM, dal 2013) di supporto ai paesi in difficoltà finanziaria, introdotti nel Consiglio europeo di marzo in sostituzione dei prestiti bilaterali precedentemente

utilizzati, e il cui scopo e dimensione è stato successivamente ampliato nei Consigli di luglio e ottobre. Poiché se ne discute in dettaglio nel capitolo 4 di questo rapporto, si rimanda a esso per una discussione e un approfondimento degli aspetti tecnici. Qui, vale solo la pena osservare che questi meccanismi sono analoghi a quelli esistenti in molti paesi per la gestione delle situazioni di crisi dei governi locali, consentendo un'ordinata ristrutturazione dei debiti dei paesi membri, senza che questo necessiti una fuoriuscita dalla moneta unica. In una federazione, quando una regione o uno stato membro va in *default* (si tratti della California o del Lazio), nessuno s'immagina che per questo la regione o lo stato debba abbandonare la federazione o la moneta della federazione. Semplicemente, s'innestano meccanismi per la gestione del *default*, che tipicamente prevedono:

- 1) un sostegno finanziario da parte del budget federale;
- 2) una revisione delle politiche che hanno condotto al *default*, spesso come condizione necessaria per ottenere le risorse dal centro;
- 3) una ristrutturazione ordinata del debito, che tipicamente prevede una riduzione delle promesse debitorie e un allungamento delle scadenze.

Questo è esattamente quanto previsto dai nuovi fondi europei. L'unica differenza – ma fondamentale – è che i meccanismi di *enforcement* sono molto più deboli che in una federazione o in uno stato unitario, dove la sovranità ultima risiede nel parlamento federale. Nel caso dell'Europa, la sovranità sull'adozione delle manovre di riequilibrio risiede nei paesi membri che possono dunque sempre decidere di non ottemperare alle richieste. Questo ha avuto effetti perversi nella gestione delle situazioni di crisi, per quello che riguarda la Grecia e in prospettiva per quello che riguarda l'Italia. Poiché

l'UME – a differenza di quello che succede nelle federazioni consolidate – non può direttamente decidere sulle politiche dei paesi in crisi (e può dunque legittimamente sospettare che l'eventuale elargizione di risorse sia sprecata), l'unica soluzione è quella di tenere i paesi recalcitranti continuamente sull'orlo della bancarotta finanziaria, così da costringerli ad adottare le politiche richieste. Ma si tratta di un gioco pericoloso, perché impone costi eccessivi e non necessari sui paesi in crisi e crea incertezza e instabilità su tutti gli altri paesi dell'unione monetaria. Di più, il giocattolo si può rompere in qualunque momento. Le reazioni delle opinioni pubbliche dei paesi sotto pressione, costretti ad adottare eccessive politiche recessive, possono condurre i governi a rifiutare l'accordo, precipitando una situazione di crisi generale. Gli effetti generati sui mercati finanziari dal semplice annuncio (poi ritirato) di un referendum greco sulle politiche richieste dalla troika servono come monito di quello che potrebbe succedere in futuro.

2. Un giudizio complessivo

Qual è dunque il giudizio complessivo da attribuire ai nuovi strumenti della *governance* economica europea? Non c'è dubbio che nel complesso i paesi dell'euro abbiano fatto enormi progressi in merito ad una maggiore integrazione delle politiche economiche. Si è definitivamente compreso che la partecipazione a un'area monetaria integrata non può reggersi semplicemente sul rispetto di pochi indicatori di finanza pubblica, tanto più se, come è successo in passato, questi indicatori sono stati sistematicamente violati dagli stessi paesi (persino dalla stessa Germania!), senza che nessuna delle sanzioni previste sia mai stata applicata. L'introduzione del semestre europeo, il rafforzamento del patto di stabilità, il patto per



l'euro, l'estensione dei meccanismi di sorveglianza alle politiche macroeconomiche, i meccanismi di supporto per i paesi in difficoltà sono tutti riconoscimenti che un'unione monetaria richiede al fine di ottenere un'integrazione molto più solida tra le economie e le politiche dei paesi membri, che quindi diventi sostenibile nel lungo periodo.

Tuttavia, l'impressione – confortata dalle tendenze recentemente espresse dai mercati finanziari – è che tutto questo non basti. Se non si affronta in modo esplicito il problema fondamentale – vale a dire su chi risiede la sovranità ultima delle decisioni di *policy* — una soluzione definitiva non potrà essere trovata.

La crisi finanziaria che attanaglia i paesi europei avrebbe potuto essere affrontata facilmente – alla luce della situazione finanziaria complessiva dell'area euro, nettamente migliore per esempio di quella degli Stati Uniti o del Regno Unito. Per esempio, la Banca Centrale Europea – come sostenuto da numerosi economisti¹ – avrebbe potuto e potrebbe tuttora intervenire in modo molto più massiccio per sostenere il corso dei titoli pubblici dei paesi in difficoltà e garantire la stabilità finanziaria del sistema. Non è previsto nel suo statuto, è vero, ma non è neanche impedito da questo, ed è tutto da verificare che un intervento anche massiccio debba necessariamente entrare in conflitto con il suo obiettivo statutario di garantire la stabilità dei prezzi, visti e considerati tutti gli strumenti che la Banca Centrale ha a disposizione per sterilizzare la liquidità eccessiva che così si genererebbe. Il motivo per cui la Banca Centrale non è intervenuta in questo senso è esclusivamente *politico*. L'opinione dei paesi forti

dell'unione monetaria – simbolizzati dalle dimissioni di Jurgen Stark – è che tale cambiamento sancirebbe *de facto* un trasferimento a favore dei paesi in difficoltà; un trasferimento senza corrispettivi perché gli strumenti a disposizione per controllare i comportamenti dei paesi debitori sono limitati dalla loro stessa sovranità. Ancora, è del tutto evidente che il sempre più probabile *default* della Grecia produrrà un attacco speculativo sugli altri paesi deboli, Italia in testa, e che è necessario costruire una barriera di protezione attorno a questi paesi, perché questi possano continuare a finanziare i propri debiti in scadenza. Se non si lo fa la stessa unione monetaria sarà a rischio, con costi enormi per tutti. Ma per le stesse ragioni che spiegano l'impotenza della BCE, i paesi forti non hanno voluto mettere a disposizione le risorse necessarie, preferendo far leva su improbabili strumenti di finanza creativa e più di recente sulle casse (limitate) del FMI, palliativi che non è detto funzionino e che siano sufficienti a calmare i mercati.

Risolvere questi problemi definitivamente richiede un più esplicito trasferimento di sovranità alle istituzioni europee, maggiore di quanto previsto dai pur estesi meccanismi di coordinamento descritti sopra. Così come succede in altre federazioni, l'Unione Europea, o almeno l'Unione dei paesi che hanno adottato la moneta comune, dovrebbe idealmente essere in grado di decidere direttamente sulla maggior parte delle politiche economiche dei paesi membri, a cominciare da quelli che richiedono aiuti. Ma evidentemente un simile passaggio di sovranità non può avvenire nei confronti di un organismo tecnico-burocratico come la Commissione, e tantomeno nei confronti di un direttorio composto dai governi dei due principali paesi dell'unione monetaria – che naturalmente decidono avendo in mente soprattutto gli interessi dei propri elettori.

¹ Basti ricordare, tra gli altri, gli interventi negli ultimi mesi di economisti sia italiani (Monacelli e Tabellini) che stranieri (come De Grauwe) che hanno sostenuto questa posizione.

Le reazioni nostrane nei confronti della famosa lettera della BCE (di là del merito dei provvedimenti indicati) sollevano un problema reale, la legittimità democratica degli interventi previsti. Non può essere un organismo tecnico – la BCE o la Commissione – o un direttorio di governi stranieri (l'asse *Merkozy*) a dettare le politiche che un paese deve perseguire in ambiti fondamentali della sovranità come la politica tributaria, il sistema pensionistico, il mercato del lavoro e così via.

Si pone dunque come ineludibile il problema del rafforzamento della legittimità democratica delle istituzioni europee. Alla fine solo un Parlamento sovrano, espressione di tutti i popoli dei paesi membri, e un governo espresso da questo Parlamento, possono godere della legittimità democratica necessaria per imporre politiche comuni a tutti i paesi membri. Per quanto futuribile possa sembrare, questo resta in sostanza l'unico percorso possibile per fondare in modo stabile l'unione monetaria.

Sfortunatamente, le evidenze recenti non spingono all'ottimismo nei confronti di questo percorso. Se un problema di legittimità democratica si è posto finora, lo si è fatto nel modo sbagliato, con il cancelliere tedesco che ora deve fare approvare preventivamente dal proprio Parlamento ogni iniziativa europea che possa comportare futuri oneri per il paese². Inoltre, i comportamenti seguiti durante la crisi – gli oneri eccessivi imposti alla Grecia, l'abitudine dei governi dei paesi in difficoltà a scaricare sull'Europa la responsabilità d'interventi impopolari, la sottovalutazione voluta dei vantaggi che i paesi ricchi hanno avuto dall'unione monetaria – hanno esacerbato l'insofferenza dell'opinione pubblica

europea, rendendola ancor meno disponibile nei confronti di un approfondimento del percorso d'integrazione. Infine, un passaggio in questa direzione non potrebbe che rimettere in discussione l'intera costruzione istituzionale europea esistente, approfondendo tendenze che, come si è detto, sono già in atto. Un Parlamento dove sono presenti i *tories* inglesi non può decidere sulla politica economica dei Paesi dell'area euro, e una politica più attiva della BCE richiede una revisione della rappresentanza del consiglio sulla base delle quote dei paesi fondatori. Si può dunque solo sperare in una nuova stagione politica. Altrimenti non solo l'Euro, ma l'intera costruzione dell'Unione Europea sarà posta seriamente a rischio.

² Si veda a tale proposito la decisione della Consulta tedesca in merito alle procedure da seguire per consentire un conferimento di maggiori fondi all'ESFS.