**MARCELLO MESSORI**

**LA *GOVERNANCE* ECONOMICA EUROPEA**

***1. Premessa***

La risposta dell’Unione europea (Eu) e dell’Unione economica e monetaria europea (Emu) alla crisi finanziaria del 2007-’09 e alla connessa crisi ‘reale’ è stata articolata e, per molti versi, efficace. Dall’aprile del 2009, in concomitanza con le decisioni assunte al G-20 di Londra che hanno segnato l’uscita dalla fase più acuta della crisi finanziaria[[1]](#footnote-1), la Commissione e il Parlamento europei hanno operato per estendere l’area di regolamentazione e circoscrivere gli eccessi speculativi nei mercati finanziari. In particolare, riprendendo le raccomandazioni del gruppo coordinato da de Larosière [2009], essi hanno realizzato un nuovo assetto europeo di vigilanza macro- e micro-prudenziale dei mercati finanziari che è diventato operativo a inizio 2011. Inoltre, nel corso del 2010, le istituzioni dell’Eu e dell’Emu hanno rafforzato il coordinamento fra le politiche nazionali di bilancio (il ‘semestre europeo’) e hanno disegnato più stringenti vincoli fiscali e macroeconomici. Nella riunione di fine marzo 2011, il Consiglio europeo ha potuto così varare importanti processi di riforma che hanno gettato le basi per una nuova *governance* dell’Emu. Molte di tali novitàhanno trovato sedimentazione in un importante – anche se discutibile – *Treaty on stability, coordination and governance in the Economic and Monetary Union*, approvato da venticinque dei ventisette membri del Consiglio europeo ai primi di marzo 2012 e denominato *fiscal compact[[2]](#footnote-2)*. Il risultato è che, se ancora nell’autunno del 2010 si poteva stigmatizzare la fragilità originaria dell’area dell’euro in quanto fondata sulle sole variabili monetarie, oggi si è avviata la costruzione di rilevanti presidi per l’armonizzazione fiscale e il coordinamento macroeconomico.

Nonostante ciò, dalla fine del 2009 l’Emu si è dimostrata incapace di superare le tensioni nei mercati dei debiti sovrani dei suoi stati membri periferici[[3]](#footnote-3); e, tra aprile e dicembre 2011, essa ha attraversato la più grave crisi della sua pur giovane storia che ha messo a rischio la sua stessa sopravvivenza. In questi primi mesi del 2012, la fase acuta della crisi europea sembra tamponata ma i problemi strutturali restano aperti. La Germania e i paesi a essa contigui non considerano che, anche se la nuova *governance* europea è - in linea di principio - compatibile con equilibri ‘multipli’[[4]](#footnote-4), la sua attuazione può essere condivisa e risultare positiva solo se accompagnata da adeguati tassi di crescita in tutti i paesi dell’Emu. Viceversa le inefficienti modalità del sostegno, concesso ai paesi in difficoltà, e l’affermarsi di politiche fiscali solo restrittive hanno impedito all’area dell’euro di sfruttare la ripresa economica internazionale, verificatasi fra il secondo trimestre del 2010 e i primi mesi del 2011. L’Emu ha realizzato una *performance* media modesta, risultato di una crescente divergenza fra un robusto tasso di crescita di quasi tutti i paesi centrali (*in primis*, la Germania) e la recessione o la stagnazione di quasi tutti i paesi periferici. Per giunta, le crescenti tensioni interne all’area sono state una delle cause fondamentali del rallentamento economico internazionale che si è verificato nel corso del 2011. Fatto è che, nell’ultimo trimestre di quell’anno e nei primi mesi del 2012, nell’Emu lo stato di recessione o di stagnazione è diventato pervasivo.

 Tale area rischia di rimanere intrappolata in un circolo vizioso. I primi ostacoli alla crescita dell’Emu sono rappresentati dal persistere della crisi o della fragilità dei debiti sovrani in buona parte degli stati membri periferici e dai crescenti divari di competitività interni all’area. D’altro canto il sostegno finanziario, offerto con ritardo e in modo discrezionale dagli altri paesi dell’Eu a quelli in difficoltà, si è accompagnato all’imposizione di processi di aggiustamento e di termini contrattuali così punitivi da risultare recessivi nel breve termine ed economicamente e socialmente insostenibili nel lungo termine. La recessione dei paesi in difficoltà ha aggravato i problemi del loro debito sovrano e non ha corretto i loro squilibri nei saldi delle partite correnti. Questi due fattori, cui si è aggiunta una crescente vulnerabilità del settore bancario europeo, impediscono ai paesi periferici di ricollocarsi su un sentiero di crescita; il che ne accentua i ritardi di competitività rispetto ai paesi centrali e rischia così di aggravare, nel medio periodo, gli squilibri nelle loro bilance commerciali. Ciò aumenta i costi macroeconomici di coordinamento e ostacola le innovazioni e lo sviluppo dei sistemi produttivi nazionali.

In quanto segue, si richiamano le tappe della nuova *governance* europea e delle inefficienti modalità di gestione della crisi dei debiti sovrani (par. 2). Ciò permetterà di spiegare un apparente enigma: il legame temporale fra il Consiglio europeo di fine marzo 2011, che ha segnato una tappa decisiva per l’evoluzione dell’Eu e dell’Emu in quanto ha varato i capisaldi della nuova *governance* europea, e l’impennata della crisi del debito sovrano, che è iniziata poche settimane dopo ed è sfociata – fra luglio e novembre 2011 - nel contagio di Italia e Spagna (par. 3). La decisione della Banca centrale europea (Ecb) di offrire finanziamenti di ammontare illimitato al settore bancario europeo e il varo del *fiscal compact* hanno permesso di arginare la crisi ma non hanno risolto alcun problema strutturale nell’area dell’euro (par. 4). Pertanto, nelle *Conclusioni* si delineano alcune delle iniziative di breve e medio periodo che andrebbero intraprese per aprire prospettive di crescita agli stati membri dell’Emu e per risolverne i problemi strutturali (par. 5).

***2. Revisioni di* governance *e gestione dei debiti sovrani***

Dalla sua origine il ‘Patto di stabilità e crescita’ (Sgp) si è basato su due indicatori cruciali: il rapporto fra disavanzo pubblico e prodotto interno lordo (Pil), da mantenere entro la soglia del 3%, e quello fra debito pubblico e Pil, da far rientrare entro la soglia del 60%. Nel biennio 2008-9, la crisi finanziaria e ‘reale’ ha spinto gran parte dei paesi europei (oltre che gli Stati Uniti) a effettuare massicci interventi pubblici a sostegno dei propri intermediari finanziari e a varare politiche fiscali espansive[[5]](#footnote-5). Si è così trasformato un consistente ammontare di perdite private in debiti pubblici e si sono innescati gravi squilibri nei conti pubblici. Il risultato è stato che, nel 2010, due soli paesi dell’Emu (Finlandia e Lussemburgo) hanno rispettato la soglia del 3% nel rapporto *deficit* pubblico/Pil e solo quattro paesi dell’Emu (oltre al Lussemburgo e alla Finlandia, la Slovacchia e la Slovenia) hanno soddisfatto quella del 60% nel rapporto debito pubblico/Pil[[6]](#footnote-6). L’opzione di procedere alla revisione dello Sgp per il dopo-crisi, avanzata dall’Ecofin (ossia, dal Consiglio della Eu nella sua composizione ‘economica’) fin dal marzo del 2010, era quindi inevitabile. Nei mesi successivi la Commissione europea e un gruppo consultivo creato *ad hoc* hanno affrontato il problema e hanno proposto l’introduzione di ulteriori presidi per rafforzare l’integrazione nella Eu e nella Emu. I loro suggerimenti hanno, però, anche presentato aspetti discutibili[[7]](#footnote-7).

Sul piatto positivo della bilancia vanno poste due innovazioni: l’istituzione del cosiddetto ‘semestre europeo’ e di un più stretto coordinamento macroeconomico. Il ‘semestre europeo’, ormai operativo dal 2011, prevede che i programmi nazionali di stabilità o di convergenza rispetto ai parametri della Eu e quelli di crescita debbano essere definiti entro aprile di ogni anno sulla base degli indirizzi strategici disegnati dall’Ecofin. Una volta superato il vaglio dei massimi organi della Eu, tali programmi diventano vincolanti per le rispettive politiche nazionali di bilancio. L’ipotesi di un maggior coordinamento macroeconomico riconosceva invece che gli squilibri di competitività fra stati membri dell’Eu sono potenziali fattori di instabilità non meno gravi degli squilibri di bilancio pubblico (cfr. anche: EEAG [2012]). La proposta era quindi di introdurre una verifica annuale di questi squilibri, basata su pochi indicatori quantitativi e su analisi qualitative, così da individuare e correggere i più rilevanti focolai di instabilità.

Sul piatto negativo della bilancia va, invece, posto un tema già sopra accennato. Sia nella revisione dello Sgp che nel coordinamento macroeconomico, le istituzioni europee hanno spinto gli stati membri più vulnerabili verso un maggiore rigore fiscale o la compressione di breve termine della loro domanda interna; esse non si sono poste il problema di come rendere compatibili tali inevitabili interventi restrittivi con aggiustamenti di segno opposto negli stati membri più forti e con stimoli alla crescita. Così, la Commissione europea ha proposto di introdurre aggiustamenti meccanici per i paesi membri con debito pubblico in eccesso (taglio del 5% annuo del divario rispetto alla soglia del 60%) o di introdurre sanzioni pecuniarie per i paesi incapaci di correggere i loro più gravi squilibri macroeconomici strutturali (specie se appartenenti all’Emu). Essa non ha, però, disegnato alcun fattore di compensazione rispetto ai probabili effetti recessivi di queste novità, destinate soprattutto a pesare sugli stati membri già in fase di stagnazione o di bassa crescita. Anzi: non ha neppure preso in considerazione l’ipotesi di attivare una spesa pubblica europea per infrastrutture, finanziata mediante l’emissione di *project bond* sulla scorta di quanto suggerito – nel passato – dal ‘Piano Delors’.

Nel frattempo, ossia fra la fine del 2009 e l’inizio del 2010, era diventato palese l’elevato rischio di insolvenza del debito pubblico greco e i suoi potenziali effetti di contagio rispetto ai debiti pubblici degli altri stati membri periferici. Era però anche chiaro che l’Eu e l’Emu non disponevano di alcun meccanismo di sostegno dei paesi in difficoltà e che i relativi spazi per la costruzione di tali meccanismi erano vincolati dalle clausole di ‘non salvataggio’ degli stati membri, contenute nel Trattato dell’Unione europea[[8]](#footnote-8). Pur se con ritardi e incertezze, il 2010 è quindi servito a dare soluzione al problema nel rispetto sostanziale delle norme. Nel caso della Grecia, si è battuta la strada di un programma triennale di prestiti bilaterali da parte degli altri paesi dell’Emu. Poi, di fronte all’inadeguatezza di una modalità di intervento “caso per caso”, le istituzioni europee hanno varato due meccanismi temporanei. Nel maggio del 2010, l’Ecofin ha lanciato lo *European financial stabilization mechanism* (Efsm) e, nel mese successivo, i paesi dell’Emu hanno creato lo *European financial stability facility* (Efsf).

Alla nascita i due meccanismi potevano sostenere gli stati membri, in difficoltà per cause eccezionali e al di fuori del loro controllo, mediante prestiti ma non mediante l’acquisto di titoli del loro debito pubblico; inoltre, essi erano tenuti a reperire i mezzi liquidi (per un massimo di 60 miliardi di euro, nel caso dell’Efsm, e di 440 mld. di euro, nel caso dell’Efsf) sul mercato. Per l’Efsm le obbligazioni emesse erano garantite dal *budget* europeo; per l’Efsf, disegnato come un “veicolo speciale” (Spv) di durata triennale (ma con esaurimento di tutti gli impegni assunti, anche se di durata più lunga), gli strumenti finanziari emessi erano garantiti - *pro rata* - da ogni stato membro dell’Emu non coinvolto in piani di sostegno[[9]](#footnote-9). Infine, fra novembre e dicembre del 2010, le istituzioni europee hanno approvato la costituzione di un Meccanismo europeo di stabilità (Esm) con carattere permanente, destinato originariamente a diventare operativo da giugno 2013.

L’Efsm e l’Efsf sono stati utilizzati, per la prima volta, a copertura di larga parte del finanziamento erogato all’Irlanda (novembre 2010); nel 2011-‘12, essi sono poi intervenuti a favore del Portogallo e della Grecia. Le cronache di come si è arrivati alla definizione di tali interventi hanno peraltro mostrato che gli indubbi passi avanti, così compiuti dall’Eu e dall’Emu nel 2010, sono stati insufficienti per fronteggiare - in modo sistematico e con successo - la crisi del debito sovrano dei paesi europei periferici e la conseguente scommessa negativa dei mercati. Al riguardo anche l’originaria formulazione dell’Esm, che pure ha richiesto una modifica del Trattato dell’Unione europea (cfr. n. 8), era inadeguata (cfr. Micossi [2011]). Benché si trattasse di un meccanismo permanente di gestione della crisi con un patrimonio liquido versato dagli stati membri, l’Esm condivideva troppi limiti dell’Efsf e ne introduceva di nuovi. In particolare, esso non poteva acquistare titoli pubblici degli stati membri e aveva un processo decisionale troppo complesso per fissare efficacemente - caso per caso - le condizioni del sostegno al paese in difficoltà; inoltre, esso si riservava una posizione di prestatore *senior* eprevedeva esplicitamente la possibilità di ‘punire’ in modo discrezionale i detentori privati dei titoli pubblici di quel paese[[10]](#footnote-10).

***3. Varo della nuova* governance *e crisi dell’Emu***

Recependo buona parte delle proposte elaborate da vari organi comunitari nel corso del 2010 e introducendo ulteriori innovazioni, il Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011 ha determinato un salto di qualità nella *governance* dell’Eu e dell’Emu. Oltre al “semestre europeo”, i principali pilastri della nuova *governance* sono stati quattro[[11]](#footnote-11): (i) la revisione dello Sgp; (ii) la prevenzione e l’aggiustamento degli squilibri macroeconomici; (iii) il Patto per l’ “euro plus” (Epp); (iv) le modifiche dei meccanismi di sostegno dei debiti sovrani degli stati membri in difficoltà. Vi è stato, inoltre, un ritorno di attenzione per i problemi del mercato interno e, in particolare, per il riavvio dei processi di liberalizzazione dei servizi e di semplificazione burocratica di molte attività di impresa[[12]](#footnote-12).

La revisione dello Sgp si è incentrata sulla rinnovata rilevanza attribuita al tetto del 60% nel rapporto fra debito pubblico e Pil. In presenza di bassi tassi di crescita nominale e specie nelle prime fasi di attuazione, l’introduzione di una correzione annuale - pari al 5% dell’eccedenza media nel precedente triennio fra l’effettivo rapporto debito pubblico/Pil di ciascun paese e la soglia richiesta del 60% - ha teso a imporre un vincolo più severo per l’insieme degli stati membri con debito eccessivo rispetto alla vecchia e permanente regola di aggiustamento (correzione annuale pari ad almeno lo 0,5% del Pil) e alla raccomandazione di mantenere i *deficit* pubblici strutturali entro lo 1%. Due fattori mostrano però che questa revisione non ha incorporato le iniziali rigidità franco-tedesche. Innanzitutto, si è raggiunto un efficace compromesso con la fissazione di sanzioni credibili ma non automatiche[[13]](#footnote-13); inoltre, è stata recepita la richiesta (soprattutto italiana) di ponderare l’entità della correzione annuale, imposta a ogni stato membro con debito eccessivo, mediante la valutazione di altri fattori rilevanti di quel paese (consistenza del debito privato, struttura temporale delle scadenze del debito pubblico, grado di invecchiamento della sua popolazione, sostenibilità del suo sistema previdenziale)[[14]](#footnote-14).

Sia il coordinamento macroeconomico che lo Epp si sono posti l’obiettivo di ridurre i divari di competitività fra gli stati membri. In particolare, il coordinamento macroeconomico mira a spingere i singoli paesi dell’Eu al riassorbimento dei propri squilibri interni ed esterni, prevedendo - in caso di inadempienza - l’apertura di una procedura di infrazione e la conseguente definizione di un piano correttivo. Qualora il paese inadempiente appartenga all’area dell’euro e si riveli incapace di innescare processi di aggiustamento, si sono stabilite rilevanti sanzioni pecuniarie. Viceversa lo Epp, applicato – forzosamente - ai soli paesi dell’Emu e – su base volontaria – a qualsiasi altro paese dell’Eu, ha affrontato svariati temi: la compatibilità fra dinamiche salariali e andamento della produttività, l’aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro, la ridefinizione di istituti contrattuali per la *flexsecurity*, la sostenibilità delle finanze pubbliche, la sostenibilità delle spese sanitarie e previdenziali, la stabilità finanziaria, il recepimento nazionale di regole fiscali europee, e così via. Ne risulta che, seppure con modalità e intensità diverse, sia il coordinamento macroeconomico che lo Epp hanno imposto agli stati membri (specie dell’Emu) di attuare rilevanti riforme strutturali. E’ quasi banale aggiungere che i costi sociali e politici di tali riforme sono inversamente correlati al tasso di crescita economica.

Le decisioni, assunte dal Consiglio europeo della fine di marzo 2011, sono state dunque di rilevante portata e hanno rafforzato l’impatto del ‘semestre europeo’ sulle scelte di bilancio dei singoli stati membri. Eppure i loro effetti sull’andamento dell’economia europea sono stati, per molti versi, di segno opposto a quello atteso. Pur avvenendo in una fase di ripiegamento delle tensioni nei mercati dei debiti sovrani[[15]](#footnote-15), queste decisioni hanno infatti coinciso con l’avvio del periodo di più grave turbolenza che abbia colpito l’area dell’euro nella sua breve storia (cfr. AAVV [2011a]). Dall’aprile del 2011 i differenziali di rendimento dei titoli pubblici di tutti i paesi periferici e di alcuni paesi centrali rispetto ai titoli pubblici tedeschi hanno ricominciato a crescere a ritmi tali da rendere ben presto inadeguate le politiche nazionali di consolidamento dei bilanci pubblici stabilite da vari paesi nell’ambito del ‘semestre europeo’ e da rendere insostenibile la posizione della Grecia e molto precarie quelle del Portogallo e dell’Irlanda. Poi, dopo il Consiglio europeo della seconda metà di luglio, questi focolai di crisi hanno contagiato i due più grandi paesi periferici (ossia, l’Italia e la Spagna) e hanno messo in discussione la stessa sopravvivenza dell’euro. L’instabilità europea dell’estate e dell’autunno 2011 è stata così grave da imporre una brusca frenata alla ripresa economica internazionale, avviatasi nella prima metà del 2010.

Sarebbe scorretto individuare un nesso di causalità fra le decisioni del Consiglio europeo di marzo 2011 e la grave crisi dell’Emu negli otto mesi successivi. Resta però vero che quel Consiglio ha palesato una grave debolezza: è stato incapace di fornire soluzioni convincenti rispetto ai limiti dei precedenti interventi di sostegno al debito sovrano dei paesi in difficoltà. Tali limiti erano diventati chiari fin dalla seconda metà del 2010 (cfr. De Grauwe [2011a]: (i) i salvataggi erano stati attuati caso per caso, con modalità discrezionali e fuori tempo massimo; (ii) le condizioni del salvataggio erano state punitive in termini di oneri finanziari e di processi di aggiustamento imposti; (iii) i meccanismi di intervento europei risultavano inadeguati sotto il profilo della dotazione patrimoniale e delle garanzie offerte separatamente dai singoli stati membri; (iv) la continuità nelle modalità e nelle regole di salvataggio non era garantita; (v) l’Efsf e l’Efsm non erano autorizzati all’acquisto di titoli pubblici degli stati membri che rimaneva, così, affidato ai privati e alla Ecb[[16]](#footnote-16). Il Consiglio europeo di marzo 2011 non ha rimosso i primi quattro limiti e ha affrontato in modo distorto il punto (v). Per giunta, pur avendo in agenda il rafforzamento del futuro meccanismo permanente (Esm), esso non ha eliminato nessuno dei suoi ulteriori limiti (cfr. sopra, par. 2) e non ne ha potenziato la capacità di intervento.

A quest’ultimo proposito, basti ricordare che la revisione dell’Esm non ha portato a un incremento né della parte del suo capitale effettivamente versata dagli stati membri dell’Emu né dell’ammontare totale delle garanzie poste a copertura dei suoi finanziamenti, non ha trasformato le garanzie *pro-quota* degli stessi stati membri in garanzie congiunte e non ha eliminato la *seniority* dei suoi prestiti; pertanto, il tetto massimo delle passività dell’Esm è rimasto vincolato a 500 miliardi di euro e gli effetti di spiazzamento rispetto agli investimenti privati in titoli pubblici europei sono rimasti invariati. Anche la novità di consentire all’Esm (così come all’Efsf) l’acquisto di titoli del debito sovrano dei paesi in difficoltà nel solo mercato primario è stata distorsiva perché ha aggravato i rischi sopportati dall’Ecb come acquirente nei mercati secondari. Infine, la scelta di confermare l’inizio dell’attività dell’Esm alla seconda metà del 2013 ha rafforzato le scommesse speculative contro la tenuta dei bilanci pubblici dei paesi periferici.

 Tali scommesse non sono state ribaltate dagli esiti del Consiglio europeo del 21 luglio 2011. Di fronte alle crescenti tensioni nei mercati europei dei debiti sovrani, quest’ultimo ha approvato un nuovo programma di aiuti per la Grecia con clausole contrattuali meno onerose di prima e ha esteso una parte delle nuove e migliori condizioni ai preesistenti finanziamenti a favore di Irlanda e Portogallo. Inoltre, esso ha cercato di correggere le previsioni più catastrofiche sul debito pubblico greco, incominciando a definire con gli intermediari finanziari privati un taglio di circa il 50% sui relativi titoli da essi detenuti. Infine, esso ha compiuto un nuovo progresso verso una maggiore coesione fiscale, prevedendo che tanto l’Efsf quanto l’Esm potessero acquistare i titoli pubblici degli stati membri non solo all’emissione ma anche nei mercati secondari in difficoltà e potessero offrire una garanzia sui corrispondenti titoli acquistati dalla Ecb. Pur se orientate nella giusta direzione (cfr. Marzinotto *et al.* [2011]), tali decisioni erano però troppo timide e troppo tardive per circoscrivere l’incendio che aveva ormai coinvolto Italia e Spagna.

 Fra la fine di luglio e la metà di novembre 2011, soprattutto l’Italia è stata investita da una radicale perdita di credibilità a livello internazionale e da pesanti tensioni sugli *spread* e sulle stesse operazioni di rinnovo dei propri titoli pubblici in scadenza. Ciò ha messo in discussione la capacità futura dell’Italia di ottemperare alle regole della moneta unica e ha, così, posto in dubbio la stessa sopravvivenza dell’Emu. In agosto la situazione è stata tamponata dal massiccio acquisto di titoli pubblici italiani e spagnoli da parte dell’Ecb (circa 40 miliardi di euro in tre settimane) e dal sostanziale commissariamento del governo Berlusconi da parte della Commissione europea e della stessa Ecb. Poi, anche a causa dell’incapacità del governo italiano di procedere all’immediata trasformazione del decreto legge – approvato, sotto dettatura europea, a metà agosto e volto a ripristinare un controllo sulle dinamiche del bilancio pubblico - in una legge definitiva e di assumere impegni credibili agli occhi degli altri stati membri per il rilancio della crescita economica, l’instabilità dell’area euro si è ulteriormente accentuata. Gli investitori istituzionali internazionali hanno accentuato il ritmo dei loro disinvestimenti dall’Italia e hanno lanciato pesanti segnali di disaffezione anche nei confronti di paesi forti dell’Emu (per esempio, Francia e Austria).

***4. Il ruolo della Banca centrale europea e del* fiscal compact**

Di fronte al deteriorarsi della situazione europea, a cavallo fra l’estate e l’autunno del 2011 le istituzioni intergovernative e comunitarie dell’Eu non hanno attuato le decisioni, assunte nel Consiglio del precedente luglio, e non hanno potenziato i meccanismi di sostegno dei debiti degli stati membri in difficoltà. I paesi centrali dell’area dell’euro hanno preferito aprire due nuovi fronti: la preparazione di un Trattato fiscale e l’istituzionalizzazione del gruppo dei capi di stato dell’Emu (*Eurosummit*). Le riunioni europee, che si sono susseguite nella seconda metà del mese di ottobre, e il G-20 di Cannes, che si è svolto all’inizio di novembre e che si è occupato della crisi europea dei debiti sovrani, hanno così prodotto risultati deludenti. Ciò ha portato la Grecia a un passo dal fallimento ‘non gestito’ e l’Italia a un passo dalla necessità di ricorrere a un piano europeo e internazionale di aiuti (cfr. AAVV [2011b]). Ben presto queste tensioni si sono trasmesse ai mercati finanziari e hanno aggravato le preesistenti fragilità del settore bancario europeo.

Più ancora degli intermediari finanziari statunitensi e britannici, in quel periodo svariate banche dell’area dell’euro denunciavano debolezze strutturali. Tali banche avevano attivi rischiosi perché ancora gravati da titoli privati problematici, cui si erano aggiunti gli acquisti di titoli pubblici dei paesi periferici; esse incontravano crescenti difficoltà (almeno di costo) nel rinnovare le loro passività perché troppo dipendenti dai mercati all’ingrosso e dai finanziamenti agevolati dell’Ecb; esse avevano spesso un’insufficiente patrimonializzazione[[17]](#footnote-17). Queste caratteristiche non erano tipiche di banche greche, irlandesi o portoghesi; esse riguardavano anche una parte delle banche cooperative e delle *Landesbanken* tedesche, molte casse di risparmio spagnole e alcune grandi banche francesi, tedesche, olandesi, belghe e austriache (cfr. Blundell e Slovik [2011]). Del resto, neppure le più tradizionali banche dell’Emu – incluse quelle italiane – erano prive di problemi: esse dovevano affrontare una pesante crescita delle sofferenze, la (temporanea) svalutazione del consistente ammontare di titoli pubblici ‘di casa’ iscritti in bilancio e un deterioramento nella qualità del patrimonio. Assetti così vulnerabili non sarebbero stati in grado di assorbire, senza traumi, un fallimento sul versante dei debiti sovrani europei. In un’eventualità del genere, la stessa Ecb sarebbe stata costretta a ricorrere a ricapitalizzazioni e a limitare le operazioni di mercato aperto.

Nonostante i generosi finanziamenti a breve termine assicurati dalla Ecb al settore bancario europeo, fin dall’autunno del 2011 tali tensioni hanno innescato processi di *deleveraging* e hanno - così – creato i presupposti per fenomeni di *credit crunch* che hanno accelerato la caduta di molti paesi dell’Emu in una situazione economica di recessione o di stagnazione. Questi processi sono stati poi aggravati dalla decisione, assunta dalla nuova Autorità per il settore bancario (Eba 2011b) su richiesta del Consiglio europeo del 23 ottobre, di imporre alle banche europee una valutazione ai prezzi di mercato dei titoli pubblici, iscritti sotto qualsiasi forma nei loro bilanci alla fine di settembre 2011, e il temporaneo soddisfacimento di più elevati tassi di capitalizzazione pesati per il rischio. Ciò si è tradotto nella fissazione di un temporaneo coefficiente *core tier* 1 almeno pari al 9%, da raggiungere entro la metà del 2012, e nella necessità di creare un *buffer* liquido a copertura delle minusvalenze subite rispetto ai debiti sovrani dei Paesi europei in difficoltà[[18]](#footnote-18).

Secondo alcuni commentatori la mossa dell’Eba ha soprattutto penalizzato i settori bancari dei due maggiori Stati membri periferici (Italia e Spagna), che accusavano un’elevata incidenza dei titoli pubblici del paese d’origine rispetto al loro attivo, mentre ha attenuato l’impatto negativo del rilevante ammontare di strumenti finanziari problematici detenuti dalle banche francesi e tedesche a seguito della crisi del 2007-’09. Altri commentatori hanno aggiunto che, sommandosi all’inasprirsi del coinvolgimento privato nell’attesa ristrutturazione del debito sovrano greco[[19]](#footnote-19), la valutazione ai prezzi di mercato dei titoli pubblici ha rafforzato la scommessa speculativa su ulteriori fallimenti nell’area dell’euro (*in primis*,dei titoli italiani) e ha così aggravato la già precaria situazione dell’Emu e ha minato la tenuta dei paesi periferici. Come se ciò non bastasse, le previsioni negative degli investitori internazionali sono state rafforzate da altre tre decisioni assunte dalle istituzioni europee sempre nell’autunno del 2011: l’offerta, da parte del meccanismo di sostegno Efsf, di un contratto oneroso di assicurazione sul 20% degli eventuali deprezzamenti dei titoli pubblici di paesi dell’Emu; il rifiuto tedesco di accrescere l’ammontare delle garanzie dell’Efsf o la futura dotazione di capitale dell’Esm, che ha spinto i paesi non europei (Stati Uniti e paesi emergenti) e lo stesso Imf a rifiutare ogni contributo a tali meccanismi; la conseguente proposta di potenziare le risorse mobilizzabili dall’Efsf senza pesare sui bilanci dei singoli stati membri dell’area dell’euro, mediante operazioni di ingegneria finanziaria[[20]](#footnote-20).

Qui non importa discutere se il comportamento dell’Eba sia stato un’inevitabile reazione alle critiche rivolte allo *stress test*, concluso nel luglio del 2011 e accusato di azzerare la rischiosità dei titoli pubblici dell’Emu quando stabilmente detenuti nei bilanci bancari (cfr. Eba[2011a]); o se la previsione di connessi processi di ricapitalizzazione bancaria, incentrati sul ricorso al mercato e – in subordine – su interventi degli Stati membri o dell’Efsf, sarà realizzata con successo entro la metà del 2012[[21]](#footnote-21). Quanto importa sottolineare è che, nelle settimane successive a queste decisioni, l’instabilità nell’ambito dell’Emu ha raggiunto livelli tali da mettere in discussione la stessa sopravvivenza dell’area. Nonostante la scelta del nuovo presidente della Ecb - Mario Draghi – di far coincidere il suo debutto con un taglio dei tassi di interesse di *policy*, la gestione del debito pubblico dei paesi periferici ha dovuto fronteggiare fortissime tensioni e il confine fra i problemi di illiquidità e quelli di insolvenza del settore bancario europeo è diventato sottilissimo; inoltre, si è instaurato un circolo vizioso fra il conseguente *credit crunch* e il dispiegarsi degli effetti della recessione negli stati membri periferici e in una parte di quelli centrali.

Dopo essere precipitato nel *Maelstrom*, come nel famoso racconto di E.A. Poe il vascello dell’Emu è riuscito miracolosamente a uscirne. Oggi (marzo 2012), i problemi strutturali dell’area non sono stati risolti ma le tensioni si sono temporaneamente allentate. Dando per scontato che questo fatto straordinario non sia attribuibile né all’avvenuta formalizzazione dell’*Eurosummit* e alla nomina del suo presidente (lo stesso van Rompuy) né agli ancora generici documenti europei a favore della crescita economica[[22]](#footnote-22), tre sono i fatti nuovi che – a partire da dicembre 2011 - hanno arrestato la caduta dell’Emu verso il fondo roccioso del vortice: (i) i provvedimenti, varati dal nuovo governo italiano e da quelli di altri stati membri in difficoltà, per consolidare i propri bilanci pubblici e aprire spazi potenziali di crescita; (ii) l’approvazione del *fiscal compact* e del Trattato per la definitiva costituzione dell’Esm (cfr. il *Treaty establishing the European stability mechanism*; (iii) i due finanziamenti di medio termine (3 anni), offerti fra dicembre 2011 e febbraio 2012 dalla Ecb alle banche dell’Emu per un ammontare illimitato e a condizioni contrattuali molto permissive. Il punto (ii) e, soprattutto, il punto (iii) sono risultati decisivi.

Sul piano strettamente economico, l’approvazione del *fiscal compact* ha modificato - in modo marginale - solo i vincoli di bilancio già previsti negli accordi del 2011. Tale Trattato ha infatti inasprito la regola del pareggio strutturale dei bilanci pubblici dei paesi dell’Emu, riducendo gli scostamenti ammissibili dallo 1% allo 0,5% e imponendone il recepimento nelle normative nazionali (preferibilmente nelle Costituzioni). In questo modo, esso ha però reso meno stringente la regola dell’aggiustamento annuo di 1/20 rispetto al divario fra l’effettivo rapporto debito pubblico/Pil e la soglia del 60%; anche per un paese ad alto debito come l’Italia, la regola del pareggio di bilancio diventerà fin da subito quella più vincolante per tassi annui di crescita nominale del Pil maggiori del 3,5%. Sul piano *meta*-economico, il *fiscal compact* ha invece segnato un progresso - ancorché parziale e distorto - verso l’unificazione fiscale. La Germania e i paesi a essa contigui hanno dotato le istituzioni dell’Emu di un potente strumento di condizionamento e di controllo rispetto alle decisioni fiscali dei paesi periferici; e, come prova (anche se in modo insoddisfacente) il varo dell’altro Trattato, ciò rende realizzabile la precedente decisione europea di anticipare a metà 2012 l’entrata in azione dell’Esm e rende possibile una sua pur graduale trasformazione in un ‘fondo’ per la gestione della politica fiscale europea.

La mossa, che ha trascinato l’Emu fuori dal *Maelstrom*, è stata comunque l’immissione di circa 1000 miliardi di euro nel settore bancario da parte della Ecb mediante due operazioni di *long term financing* (Ltro). Tali operazioni, basate su un’offerta di finanziamento infinitamente elastica a un tasso di interesse pari ai minimi storici delle Ltro (circa lo 1%) e sull’ammissione di un ampio spettro di garanzie collaterali (nella seconda operazione, anche quelle normalmente non accettate purché certificate dalle banche centrali nazionali), hanno consentito alle banche europee di coprire i loro debiti in scadenza e di moltiplicare la loro liquidità. L’esigenza di separare i flussi lordi da quelli netti rende difficile tracciare l’effettivo utilizzo di questi fondi (cfr. Visco [2012]); vi sono però indizi che le banche dell’Emu abbiano finora impiegato gran parte della nuova liquidità per riassorbire le voci più costose dei loro passivi e per acquistare i titoli pubblici ‘di casa’ e/o quelli più sottovalutati nell’area dell’euro. Oltre a evitare che il rischio di illiquidità del settore bancario dell’Emu sfociasse in una crisi di insolvenza e oltre a sostenere la profittabilità bancaria, la Ecb ha così attuato la sola possibile strategia per svolgere un ruolo (indiretto) di ‘prestatore di ultima istanza’ nei confronti del mercato dei debiti pubblici degli stati membri. E, come ha sottolineato De Grauwe (2011c), tale ruolo è reso indispensabile dal fatto che l’unione monetaria e la mancata unione fiscale obbligano ciascuno stato membro a emettere il proprio debito in una moneta, che può creare un ingestibile vincolo di liquidità perché non è sottoposta alle sue scelte di politica monetaria ma non assicura neppure correttivi fiscali sovranazionali.

***5. Conclusioni***

Questi fatti positivi non ci devono, però, illudere. La ‘mossa del cavallo’, attuata dalla Ecb, maschera ma non risolve la fragilità del settore bancario dell’Emu; di conseguenza, essa non è bastata per evitare una restrizione dei finanziamenti alle economie ‘reali’ (*credit crunch*) e la persistenza della recessione europea anche nei primi mesi del 2012. Inoltre le riforme strutturali, che incominciano a essere introdotte – pur se in forme talvolta discutibili – da paesi come l’Italia e la Spagna, e i timidi progetti comunitari di rilancio della crescita economica dell’area hanno una elevata probabilità di infrangersi contro le barriere erette dagli egoismi nazionali e dalle prossime scadenze elettorali di vari paesi centrali e periferici. Infine il successo del severo piano di ristrutturazione del debito greco, che ha sollecitato l’adesione ‘volontaria’ degli investitori privati a un taglio effettivo di circa il 75% nel valore dei relativi titoli pubblici detenuti e che è stato posto come condizione per il varo del programma di aiuti europei e internazionali da 130 miliardi di euro necessario per far fronte alle spese pubbliche correnti di quel paese, non ha fornito alcuna garanzia per il futuro della Grecia. Anzi, i responsabili di politica economica della Grecia e dell’Eu hanno commesso un errore che potrebbe ridare ossigeno alle scommesse finanziarie negative contro la solvibilità dei paesi dell’Emu in maggiore difficoltà.

 L’errore consiste nel non aver compreso che l’elevato tasso di adesione ‘volontaria’ (circa lo 83%) al taglio del 75% nel valore dei titoli greci è stato indotto dal fatto che il Ltro, promosso dalla Ecb, ha disegnato un irresistibile incentivo per le scelte collaborative del settore bancario. Gli effetti di più lungo periodo di questo incentivo sono stati, tuttavia, cancellati dal prodursi di un vero e proprio fallimento della Grecia. Lo 83% ha largamente superato la soglia delle adesioni ‘volontarie’ richiesta per poter attivare quelle clausole di azione collettiva (Cac), votate dal Parlamento greco con effetti retroattivi e – come tali – in grado di estendere la ristrutturazione a tutti i possessori privati dei titoli pubblici di diritto nazionale di quel paese. Pertanto, di intesa con le istituzioni europee, il governo greco ha scelto di ricorrere al Cac e ha così raggiunto un coinvolgimento degli investitori privati superiore al 95%; il che dovrebbe portare il rapporto debito pubblico/Pil del paese alla soglia di presunta solvibilità (il 120%) entro il 2030. Così facendo, il governo greco ha però trasformato le adesioni ‘volontarie’ in adesioni coercitive e ha innescato un vero e proprio fallimento del paese (*credit event*), con conseguente attivazione delle forme speculative di assicurazione (ossia, i *credit default swaps*: Cds). Ciò ripristina la convenienza per gli intermediari finanziari di giocare contro la tenuta di alcuni paesi in difficoltà dell’Emu (Grecia inclusa) con la copertura dei Cds. L’acquietarsi delle tensioni di mercato nei primi mesi del 2012 rischia così di ricalcare quanto avvenuto nei primi tre mesi del 2011, ossia la calma che ha preceduto la tempesta estiva.

Fortunatamente, tale alternativa negativa è tutt’altro che scontata. Le due operazioni di finanziamento a tre anni da parte della Ecb, il credibile processo di consolidamento del bilancio pubblico da parte di uno stato membro rilevante come l’Italia, il varo del *fiscal compact* come strumento di condizionamento e di controllo delle scelte degli stati membri e lo stesso successo della ristrutturazione del debito greco hanno permesso di “comprare” tempo, ossia di garantirsi un periodo di relativa calma. La scommessa, che si deve effettuare e vincere nel limitato spazio di poche settimane, consiste nello sfruttare il provvisorio allentamento delle tensioni di mercato per gettare le basi di una soluzione strutturale alla crisi europea dei debiti sovrani e per superare le loro determinanti. Le istituzioni dell’Eu sembrano consapevoli che questo obiettivo impone l’estensione dell’area monetaria anche a un’area fiscale e macroeconomica; esse sembrano, però, incapaci di tracciare la rotta necessaria per raggiungere l’approdo desiderato. Può, quindi, essere utile avviare una riflessione in merito alle iniziative europee di breve, medio e lungo termine che dovrebbero assicurare la sostenibilità dei debiti sovrani europei nel breve-medio periodo e ricollocare l’Emu su un sentiero equilibrato di crescita nel medio-lungo periodo.

Nel breve periodo, è necessario attenuare l’intensità e la durata della fase di recessione dell’area e mostrare al mercato che ogni scommessa al ribasso su Grecia, Portogallo e Irlanda ma – soprattutto – su Italia e Spagna scatenerebbe un’incontenibile reazione europea. Per produrre tali risultati e i relativi segnali, ottenendo così anche l’effetto di ridurre la vulnerabilità del settore finanziario dell’Eu, è necessario soddisfare almeno tre condizioni: assicurare ai Paesi periferici dell’ Emu una rete di protezione comunitaria, che eviti il ricorso diretto al mercato per il rinnovo dei loro titoli pubblici in scadenza ogniqualvolta i livelli dei tassi di interesse si innalzano al di sopra del livello ottenibile dall’area dell’euro nel suo complesso; imporre a questi stessi Paesi politiche pluriennali di annullamento dei disavanzi pubblici (a seconda dei casi, al netto o al lordo degli oneri finanziari), che siano controllabili dalle istituzioni dell’Emu e che siano sufficientemente graduali da essere compatibili con stimoli per il rilancio della crescita; sostenere la domanda aggregata a livello europeo e/o nei paesi più forti e competitivi.

Il soddisfacimento delle prime due condizioni non richiede solo di: rendere meno severi gli aiuti già in essere o in via di erogazione a favore di Grecia, Irlanda e Portogallo; utilizzare il *fiscal compact* a fini di controllo circa il rispetto delle condizioni imposte in connessione a tali aiuti. Si tratta soprattutto di trasformare il meccanismo di sostegno Esm in un fattore di stabilizzazione. A questo fine, il recente Trattato istitutivo dell’Esm andrebbe ridefinito. In particolare, l’Esm dovrebbe assumere lo statuto di banca; esso potrebbe, così, finanziare i suoi acquisti di titoli del debito sovrano dei paesi periferici mediante quel periodico e illimitato accesso ai finanziamenti della Ecb già in atto per il settore bancario europeo. Inoltre, in quanto creditore, l’Esm non dovrebbe godere di alcun trattamento preferenziale (ossia di alcuna *seniority*) rispetto ai sottoscrittori privati di titoli pubblici, così da evitare “effetti di spiazzamento”. Infine, come già discusso in recenti Consigli europei, il suo intervento a favore di un dato paese non dovrebbe far scattare punizioni discrezionali nei confronti dei preesistenti creditori privati di quel paese (rimozione del Psi).

L’operatività dell’Esm appena delineata sarebbe sufficiente per invertire, nel breve termine, le scommesse di mercato contro gli stati membri dell’euro in temporanea difficoltà. Essa non basterebbe, però, a gestire in modo efficiente il debito sovrano dell’Emu nel medio-lungo periodo. Al riguardo, è ancora necessario che: (a) l’Esm possa acquistare i titoli pubblici emessi, nel presente o nel passato, da qualsiasi stato membro dell’Emu e offerti su base volontaria e legale da qualsiasi soggetto economico; (b) nell’organizzare tali transazioni, l’Esm faccia ricorso - per quanto possibile – a regole di mercato e sia vincolato a detenere un ammontare totale di debito pubblico non superiore al 60% del Pil dell’area; (c) esso finanzi i propri acquisti mediante l’indebitamento nei confronti della Ecb e l’emissione di titoli europei; (d) tutti i paesi dell’Emu, non fruitori di un piano di aiuto, offrano una garanzia completa e congiunta sulle obbligazioni emesse dall’Esm. E’ evidente che, una volta attuati, questi elementi porterebbero alla costituzione di un mercato delle obbligazioni pubbliche europee (gli *eurobond*)[[23]](#footnote-23). Dati i valori medi del rapporto debito pubblico/Pil nell’Emu degli ultimi anni, l’offerta potenziale di titoli nazionali del debito pubblico è maggiore dell’ammontare massimo acquistabile dall’Esm. Per evitare segmentazioni artificiali[[24]](#footnote-24), ne deriva che Il funzionamento del mercato degli *eurobond* richiede un meccanismo di discriminazione fondato sui prezzi. Varie forme di asta rispondono allo scopo.

Qui non importa entrare nei dettagli tecnici delle possibili aste[[25]](#footnote-25). E’ sufficiente sottolineare tre probabili conseguenze dell’emissione di *eurobond*: una drastica caduta degli oneri finanziari, corrisposti dai paesi in difficoltà sui loro debiti sovrani, che renderebbe più sostenibile il servizio su tali debiti e l’aggiustamento dei relativi bilanci pubblici[[26]](#footnote-26); tagli nei valori dei debiti sovrani così modesti da non introdurre fattori di instabilità nell’area dell’euro e nel settore bancario europeo; di conseguenza, una sensibile diminuzione nelle probabilità di fallimento dei paesi periferici, che abbasserebbe - anche *ex ante* – il costo delle garanzie congiunte concesse sulle obbligazioni emesse dall’Esm.

La gestione del mercato europeo dei debiti sovrani è una condizione necessaria ma non sufficiente per il rilancio della crescita di breve e di medio-lungo periodo nell’Emu (cfr. anche Micossi [2012]). Al riguardo, risulta indubbiamente essenziale migliorare la competitività degli stati membri con eccesso di importazioni nette di beni e servizi; il perseguimento di questo obiettivo sarebbe però facilitato se, oltre a utilizzare quei meccanismi di coordinamento macroeconomico e di ristrutturazione competitiva inseriti nel *fiscal compact*, l’area dell’euro offrisse ai paesi periferici una domanda aggregata crescente. A tale fine, le strade percorribili sono due: uno stabile rilancio dei consumi nei paesi più forti e con saldo positivo nelle partite correnti, che confermi e rafforzi i dati recenti provenienti dalla Germania; la realizzazione di investimenti europei, concentrati negli stati membri con i più gravi problemi strutturali. La seconda strada appare particolarmente promettente perché non si propone l’obiettivo velleitario di dettare le scelte di *policy* dei paesi forti, ma soprattutto perché - agendo sia dal lato della domanda che dell’offerta - associa fattori di competitività e di rilancio della crescita. Essa potrebbe essere percorsa mediante il rafforzamento del mercato unico (cfr. Cameron *et al.* [2012]), *partnership* europee di pubblico-privato, iniziative pubbliche. Anche il finanziamento di queste ultime potrebbe avvenire fuori dei bilanci pubblici nazionali ed evitare vincoli troppo severi. Esso potrebbe essere infatti assicurato dall’emissione di *project bond* nell’ambito del bilancio europeo, dal rafforzamento e dal contestuale coinvolgimento di istituzioni quali la Banca europea degli investimenti, da un più pronto utilizzo di fondi transnazionali già attivati dalle Casse depositi e prestiti dei principali paesi dell’Emu, dagli stessi profitti realizzati dall’Esm grazie alle sue transazioni nel mercato europeo dei debiti sovrani.

**Bibliografia**

AAVV

2011a *Europe in Crisis*, “CESifo Forum”, vol. 12, Summer, pp. 3-62.

AAVV

2011b *Euro Crisis*, “CESifo Forum”, vol. 12, Winter, pp. 3-56.

Angeloni, I. e Pisani-Ferry

2011 *The G20 characters in search of an author*, “Bank of Korea Annual Conference”, Seoul, 26-27 May.

Blundell-Wignall, A. e Slovik, P.

2011 *A market perspective on the European sovereign debt and banking crisis*, “OECD Journal: Financial Market Trends”, 2010-2.

Brunnermeier, M.K.

2009 *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-’08*, “Journal of Economic Perspectives”, vol. 23, pp. 77-100.

Cameron, D., Rutte, M., Monti, M. *et al.*

2012 *A plan for growth in Europe*, Letter to H. van Rompuy and to J.M. Barroso, February.

Darvas, Z., Pisani-Ferry, J., e Sapir A.

2011 *A comprehensive approach to the euro-area debt crisis*, “Bruegel Policy Brief”, February.

De Grauwe, P.

2011a *A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone*, “CEPS Policy Brief”, n. 230, January.

De Grauwe, P.

2011b *The governance of a fragile eurozone*, “CEPS Working Document”, n. 346, May.

De Grauwe, P.

2011c *The European central bank: Lender of last resort in the government bond markets?*, “CESifo Working Paper”, n. 3569, September.

De Grauwe, P. e Moses W.

2009 *Gains for all: A proposal for a common eurobond*”, “CEPS Commentary”, 3 April.

Depla, J. e von Weizsäcker, J.

2010 *The blue bond proposal*, “Bruegel Policy Brief”, May.

EEAG

2012 *The Eeag report on the European economy*. *Eleventh annual report*, CESifo, Munich.

European Banking Authority [Eba]

2011a *2011 Eu wide stress test. Aggregate report*, London.

European Banking Authority [Eba]

2011b *Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence*, London.

Favero, C. e Missale, A.

2010 *Eu public debt management and eurobonds*, in *Euro area governance. Ideas for crisis management reforms*, edited by European Parliament’s Committee on economic and monetary affairs, European Parliament, Brussels, September

 Favero, C. e Missale, A.

2011 *Sovereign spreads in the Euro area. Which prospects for a Eurobond?*, mimeo.

Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A.K. e Shin, H.S.

2008 *Leveraged losses: Lessons from the mortgage market meltdown*, “Us Monetary Policy Forum Report”, n. 2, pp. 7-59.

Gros, D.

2010 *The seniority conundrum: Bail out countries but bail in private, short-term creditors?*, “CEPS Commentary”, 6 December.

Gros, D.

2011 *Europe’s futile search for cheaper money*”, “CEPS Commentary”, 11 February.

Gros, D. e Mayer T.

2011, *Debt reduction without default?,* “CEPS Policy Brief”, n. 233, February.

International Monetary Fund [Imf]

2011 *Global financial stability report*, Washington, April.

de Larosière Group

2009 *Report by the high-level group on financial supervision in the EU*, Brussels, February.

Marzinotto, B., Pisani-Ferry, J. e Wolff, G.

2011 *An action plan for Europe’s leaders*, “Bruegel Policy Contribution”, July.

Messori, M.

2009 *The financial crisis: Understanding it to overcome it*, Assogestioni, Roma.

Messori, M.

2011 *Can the eurozone countries still live together happily ever after?*, n. 239, March.

Micossi, S.

2011 *On the tasks of the European stability mechanism*, *CEPS Policy Brief*, n. 235, March.

Miccosi, S.

2012 *Stepping up growth policies*, “Ceps Policy Brief”, n. 265, March.

Monti, M.

2010 *A new strategy for the single market. At the service of Europe’s economy and society*,Report to the President of the European Commission, Brussels.

Visco, I.

2010 *La riforma della* governance *economica europea*, Camera dei deputati, Roma, 10 dicembre.

Visco, I.

2012 *Intervento del Governatore della Banca d’Italia*, “ASSIOM – FOREX”, Parma, febbraio.

1. *Università di Roma Tor Vergata.*

 Si veda al riguardo: Messori [2009, 93-4]. Per un esame più analitico delle funzioni svolte dal G-20 e delle decisioni assunte nelle varie riunioni, si veda: Angeloni e Pisani-Ferry [2011] [↑](#footnote-ref-1)
2. Il nuovo Trattato non è stato sottoscritto da Regno Unito e Repubblica Ceca. La sua attuazione è subordinata alle procedure nazionali di approvazione che variano nei singoli stati membri. Sarà sufficiente ottenere l’adesione di dodici dei venticinque paesi sottoscrittori affinché il Trattato diventi operativo per quelli che lo hanno accettato. [↑](#footnote-ref-2)
3. Con l’espressione ‘periferici’ si indicano quei paesi che, al termine della crisi finanziaria del 2007-‘09, presentavano peculiari debolezze di fondo. Così la Grecia era appesantita da conti pubblici ‘truccati’ e fuori controllo, l’Irlanda dall’ingente debito privato e dalla connessa fragilità del suo settore bancario, il Portogallo e la Spagna da crescenti disavanzi commerciali, l’Italia e il Belgio da un pregresso ma elevato rapporto fra debito pubblico e Pil. Si noti che: tre dei sei stati membri periferici (ossia Grecia, Irlanda e Portogallo) hanno già fatto ricorso al sostegno degli altri paesi dell’Emu e dell’Eu e del Fondo monetario internazionale (Imf) fra il 2010 e i primi mesi del 2011; Italia e Spagna hanno rischiato la stessa sorte fra la fine di luglio e gli inizi di novembre del 2011. [↑](#footnote-ref-3)
4. Gli equilibri multipli, che sono desunti dalla ‘teoria dei giochi’ e che permettono di superare risultati deterministici, sono un’acquisizione relativamente recente dei modelli economici (ultimi quarant’anni). Qui si utilizza il concetto in modo allusivo per indicare che la nuova *governance* europea può determinare una caduta nei tassi effettivi di crescita dell’area dell’euro ma può anche portare a un aumento dei suoi tassi potenziali di crescita ed essere, perciò, compatibile con politiche espansive. Seppure in un’accezione diversa, l’applicazione del concetto di equilibri multipli al caso europeo si ritrova in De Grauwe [2011b]. [↑](#footnote-ref-4)
5. Il segno espansivo delle politiche fiscali è anche riconducibile al fatto che, in molti paesi dell’Eu e in quasi tutti i paesi dell’Emu, le fasi recessive innescano meccanismi di aggiustamento automatico a favore delle famiglie e delle imprese. Basti considerare gli ammortizzatori sociali per i disoccupati o per i lavoratori temporaneamente espulsi dall’attività e gli aiuti alle imprese in ristrutturazione. [↑](#footnote-ref-5)
6. Si esclude ovviamente l’Estonia che è entrata a far parte dell’Emu solo all’inizio del 2011. Si noti inoltre che il vincolo, imposto al rapporto debito pubblico/Pil, non è stato stringente fin dalla costituzione dell’area dell’euro nel 1998; e che la cogenza del rapporto *deficit* pubblico/Pil è stata minata nel 2003 dalle mancate sanzioni verso la Francia e la Germania, ree di non avere seguito le procedure per la correzione dell’eccedenza dei loro *deficit* rispetto alla soglia massima del 3%. Il parametro *deficit* pubblico/Pil è stato ulteriormente indebolito nel 2005, allorché l’Ecofin (ossia la componente economica del Consiglio dell’Eu) ne ha avallato un’applicazione più flessibile. [↑](#footnote-ref-6)
7. In quanto segue, si è fatto ampio riferimento alla descrizione delle novità europee di *governance*, offerta da Visco [2010]. [↑](#footnote-ref-7)
8. Il riferimento è agli articoli 122-125 del *Treaty on the Functioning of the European Union* (marzo 2010). L’art. 122 di tale Trattato prevede interventi di sostegno da parte degli altri stati membri, ma solo se un paese è in difficoltà per cause eccezionali e al di fuori del suo controllo. Il sostegno non può, peraltro, tradursi in operazioni di salvataggio. Almeno nella fase iniziale della crisi europea dei debiti sovrani, questa clausola di ‘non salvataggio’ è stata intesa come un assoluto divieto a forme coordinate di finanziamento ai paesi in difficoltà o – peggio - all’acquisto di titoli del loro debito pubblico anche nel mercato secondario. [↑](#footnote-ref-8)
9. Ciò significa che, in linea di principio, l’Efsf poteva emettere passività fino a 440 miliardi di euro, coperte da garanziedi pari ammontare. Come è stato sottolineato (cfr. per esempio: Favero e Missale [2010], a differenza di una garanzia congiunta, una garanzia *pro-rata* non consente però di allineare i rischi di controparte dei titoli di debito dell’Efsf a quelli dei titoli dei paesi dell’Emu più ‘forti’ (quelli con un *rating* AAA). A ciò si aggiunga che, a maggio del 2010, solo sei degli stati membri dell’Emu potevano vantare un tale *rating*. Pertanto, dato il vincolo di mantenere un *rating* AAA, secondo calcoli accreditati l’Efsf aveva un’effettiva capacità di indebitamento e di finanziamento pari a meno di 300 miliardi. Ciò ha posto subito il problema se non fosse opportuno aumentare l’ammontare delle garanzie *pro-rata* in modo da arrivare a un’effettiva capacità di finanziamento dell’Efsf di 440 miliardi di euro. Di recente, il Consiglio europeo ha varato questo provvedimento (cfr. *infra*); nel frattempo però, Austria, Francia ed Efsf hanno perso il *rating* AAA. [↑](#footnote-ref-9)
10. L’Esm traduceva così in pratica quell’accordo bilaterale, stretto fra Merkel e Sarkozy nella seconda metà di ottobre 2010 a Deauville, per un coinvolgimento del settore privato (il cosiddetto Psi) nel salvataggio di uno stato sovrano dell’Emu. Questo coinvolgimento rendeva, però, formalmente possibile il fallimento (per quanto ‘ordinato’) di un paese periferico (cfr. Gros [2010]). Tale ammissione è stato uno dei fattori decisivi per rafforzare le scommesse di mercato contro la tenuta dell’area dell’euro nel corso del 2011. [↑](#footnote-ref-10)
11. L’attuazione di alcuni dei punti elencati ha richiesto l’approvazione del Parlamento europeo che, detenendo un potere di co-decisione, ha introdotto alcune modifiche. Nel rispetto delle scadenze temporali disegnate dal Consiglio europeo a ottobre del 2010, almeno tre dei quattro pilastri sono stati approvati in via definitiva entro l’estate del 2011. [↑](#footnote-ref-11)
12. Si tratta dei temi posti al centro del rapporto, preparato da Monti su invito del Presidente della Commissione europea (cfr. Monti [2010]). [↑](#footnote-ref-12)
13. In particolare, in caso di infrazione, la sospensione delle sanzioni richiede che la maggioranza degli stati membri approvi una delibera *ad hoc* (regola della maggioranza inversa). [↑](#footnote-ref-13)
14. Va peraltro notato che, senza una concreta casistica di riferimento, è difficile valutare se l’inserimento dei nuovi fattori aggraverà o migliorerà la posizione dei diversi stati membri con debito eccessivo. [↑](#footnote-ref-14)
15. Basti considerare l’andamento, fra gennaio e marzo 2011, degli *spread* fra i tassi di rendimento dei titoli decennali di molti stati membri periferici e quelli sui corrispondenti titoli tedeschi (cfr. anche: Messori [2011]). Per di più, si era approfittato di quel contesto per attuare – un po’ in sordina - una ristrutturazione pilotata del debito pubblico greco: la durata dei prestiti bilaterali, concessi dagli altri stati membri dell’Emu, era stata estesa a sette anni e mezzo e i relativi tassi di interesse erano stati ridotti da 5,2% a 4,2% circa. [↑](#footnote-ref-15)
16. La Ecb ha incominciato ad acquistare titoli del debito pubblico dei paesi dell’Emu nei mercati secondari a partire dal varo degli interventi bilaterali a favore della Grecia. [↑](#footnote-ref-16)
17. Cfr. Imf [2011]. Si tratta, in parte, di eredità della crisi finanziaria (cfr. Greenlaw et al. 2008; Brunnermeier 2009). Prima del 2007, molti gruppi bancari europei avevano acquisito nei loro bilanci o in poste fuori bilancio (mediante Siv e *conduit*) titoli strutturati derivanti dalle cartolarizzazioni dei mutui *subprime*; allo scoppio della crisi, la conseguente perdita di fiducia aveva ostacolato il rinnovo (*roll over*)delle passività bancarie e aveva spinto gli intermediari in difficoltà a colmare le carenze di capitalizzazione mediante l’emissione di titoli ibridi. Ciò aveva aggravato la sfiducia reciproca fra banche e aveva ‘bloccato’ il funzionamento dei mercati interbancari, peggiorando i problemi di raccolta. [↑](#footnote-ref-17)
18. Il coefficiente patrimoniale *core tier 1* di una data banca o di un dato settore bancario è definito dal rapporto fra il suo *core tier 1* (pari alla somma fra gli utili non distribuiti, le riserve al netto dell’avviamento e il capitale in senso stretto) e il suo attivo ponderato per il rischio (in base alle regole di Basilea). A dicembre 2011 l’Eba ha comunicato che, in base alle nuove regole, il settore bancario europeo dovrà ricapitalizzarsi per quasi 115 miliardi di euro (e quattro dei cinque maggiori gruppi bancari italiani per 15,5 miliardi di euro). [↑](#footnote-ref-18)
19. Il Consiglio europeo del 23 ottobre 2011 ha fissato tale coinvolgimento in una perdita nominale pari al 50% sul debito nozionale greco e in una perdita effettiva data dalla necessità di portare il tasso greco debito pubblico/Pil al 120% entro il 2030. Questa decisione ha aperto la porta al successivo Psi ‘volontario’ pari a circa il 75% sul debito nozionale greco che è si è realizzato a marzo 2012 ma che è sfociato in un vero e proprio fallimento della Grecia (cfr. *infra*). [↑](#footnote-ref-19)
20. La via scelta è stata di ricorrere alla creazione di nuovi ‘veicoli speciali’, così da permettere all’originale ‘veicolo speciale’ Efsf (cfr. sopra) di operare con una ‘leva’ finanziaria. Si noti che il percorso è simile a quello attuato con successo dall’amministrazione Obama nel marzo del 2009 per consentire, mediante la ridefinizione di un preesistente programma di intervento (il Talf), la dismissione bancaria dei titoli problematici. Le linee del programma europeo sono state, però, così confuse da apparire irrealizzabili. [↑](#footnote-ref-20)
21. Si noti che, anche in questo caso, si sono ricalcati alcuni dei programmi che hanno consentito all’Amministrazione Obama di superare il picco della crisi finanziaria negli Stati Uniti fra il febbraio e il marzo 2009. Si tratta del *Financial Stability Trust* e del *Capital Purchase Program*. Tali programmi poggiavano, però, su ingenti stanziamenti pubblici. [↑](#footnote-ref-21)
22. Il più ovvio riferimento è alla Comunicazione della Commissione europea del 12 ottobre 2011: *A roadmap to stability and growth.* E’ invece molto più incisivo il piano per la crescita, sottoscritto da dodici Primi ministri dell’Eu nel febbraio 2012 (cfr. Cameron et al. 2012) e ispirato da Monti (2010). Anche nell’ultimo caso, non si tratta però ancora di un documento operativo di *policy.* [↑](#footnote-ref-22)
23. Cfr. fra gli altri: De Grauwe e Moses [2009], Delpla e Weizsaecker [2010], Favero e Missale [2010] e [2011], Messori [2011]. [↑](#footnote-ref-23)
24. La più nota è quella proposta da Delpla e Weizsaecker [2010] sulla base dell’applicazione della soglia del 60% ai rapporti nazionali debito pubblico/Pil. Ciò porta alla distinzione fra i *blue bond*, convertibili in titoli europei perché compresi entro il 60%,e i *red bond*, vincolati alla vecchia forma di titoli nazionali. Al riguardo, si vedano le critiche di: Gros [2011] . [↑](#footnote-ref-24)
25. Cfr. per esempio il meccanismo di “asta inversa” in Messori [2011]. Si noti inoltre che gli *eurobond* non sono l’unico strumento concepibile per un’efficiente gestione di medio-lungo periodo del mercato europeo del debito sovrano. Darvas *et al*. [2011] e Gros e Mayer [2011] propongono soluzioni più articolate; e, rispetto a Favero e Missale [2010], anche Favero e Missale [2011] sono più critici verso gli *eurobond.*  [↑](#footnote-ref-25)
26. Una possibile obiezione è che, distorcendo l’andamento degli *spread* sui titoli pubblici dei vari stati membri dell’Emu, l’introduzione degli *eurobond* elimina la funzione disciplinare del mercato. Le repliche più ovvie sono due: durante la crisi dell’area dell’euro di pochi mesi fa, l’andamento degli *spread* non ha convogliato informazioni efficienti e credibili; il varo del *fiscal compact* dovrebbe rimpiazzare l’eventuale disciplina di mercato. [↑](#footnote-ref-26)