

## **CAP. 2 Dall'Euro alla grande crisi<sup>♦</sup> (76.400 caratteri)**

Se le tempeste valutarie indotte dal crollo del regime di Bretton Woods avevano segnato una severa battuta d'arresto nello svolgimento del processo di unificazione monetaria in Europa, la grande crisi SME del 1992-93 sembra affossare definitivamente il progetto di istituire una moneta unica europea. Tuttavia, ancora una volta, gli europei non demordono. Già a partire dal 1994 viene ripreso il percorso di unificazione tracciato a Maastricht. Il processo descritto dal Trattato richiede una prima verifica del rispetto di 5 indicatori di convergenza – partecipazione all'accordo di cambio SME; convergenza nei tassi di inflazione, convergenza nei tassi di interesse a lunga scadenza; situazione ordinata della finanza pubblica sia in termini di flussi (rapporto tra deficit pubblico e PIL inferiore al 3%) che di stock (rapporto tra debito pubblico e PIL inferiore al 60%) – entro la fine del 1997.

### **1. La ripresa del percorso tracciato a Maastricht**

Anche l'Italia – che ancora nel Marzo 1995 vive una consistente crisi finanziaria e valutaria (*spread* nei confronti del *Bund* tedesco a quasi 700 punti base e tasso di cambio nei confronti del Marco superiore a 1.250 Lire) – riesce a superare tale verifica. L'attuazione (a partire dalla fine del 1996) di politiche di consolidamento fiscale – grazie a un mix fatto di astuzia e virtù, seconda una felice definizione di Luigi Spaventa (Spaventa e Chiorazzo, 2000) – porta il deficit pubblico a convergere verso la mitica soglia del 3% previsto da Maastricht. Di fronte a un consistente miglioramento dei conti pubblici i mercati si convincono che la partecipazione italiana alla moneta unica è un evento possibile. L'impatto di tali aspettative sul livello dei tassi di interesse è immediato. I tassi sui titoli decennali passano da un valore medio del 12,2% nel 1995 a uno del 6,7% nel 1997. La probabilità implicita (nei tassi di interesse espressi dalla curva dei rendimenti) di una partecipazione italiana all'Unione Monetaria passa dal 12% della fine del 1995 al 96% della fine del 1997. L'onere degli interessi sul debito – che costituiva uno dei principali motori dell'accumulazione di debito pubblico – si riduce drasticamente. La conseguenza è duplice. Il deficit cala al di sotto del 3% mentre il debito pubblico – ancora distante dalla soglia del 60% – inizia a diminuire, consentendo il rispetto dell'interpretazione dinamica di quest'ultimo indicatore, proposta (e ottenuta) da Guido Carli a Maastricht nel 1991<sup>1</sup>. L'Italia – assieme ad altri 10 paesi – partecipa alla fase finale del processo di unificazione monetaria avviato il 4 gennaio 1999 con la fissazione irrevocabile delle parità di cambio nei confronti dell'Euro. Tre anni dopo, con il processo di conversione delle monete nazionali in Euro, la moneta unica entra materialmente nella vita di milioni di europei, tra cui anche quelli greci che aderiscono all'UEM a partire dal 1 Gennaio 2001.

L'aspettativa è che l'Euro sia una moneta dal potere d'acquisto stabile quanto il Marco tedesco e diventi una valuta internazionale – cioè intensamente utilizzata anche al di fuori dell'area in cui è legale circolante – quanto o più del Dollaro Americano. Mediante l'introduzione di una moneta comune con queste caratteristiche l'Eurozona si candida a diventare – in un arco di tempo relativamente ristretto – la vera rivale (in campo economico) degli USA. L'obiettivo è quello di raggiungere il tenore di vita mediamente goduto dai cittadini delle nazioni più ricche. Alla stabilità macroeconomica ottenuta attraverso una

---

<sup>♦</sup> di Marco Lossani

<sup>1</sup> Secondo l'interpretazione dinamica, un paese poteva considerare soddisfatto l'indicatore di convergenza definito in termini di rapporto tra debito pubblico e PIL se questo – benché superiore al 60% - fosse risultato in diminuzione.

riduzione dell'inflazione media e della variabilità sia dell'inflazione che del reddito, vanno aggiunti i benefici realizzabili grazie all'efficienza microeconomica favorita dalla presenza di una moneta unica (che rafforzano i guadagni generati dal completamento del mercato unico). Da ultimo, le diseguaglianze regionali sarebbero destinate a diminuire. L'obiettivo della coesione sociale sarebbe raggiunto attraverso un processo di *catching-up* realizzato dalle regioni più arretrate. Per usare uno slogan più volte ripetuto in *One Market One Money* – il documento ufficiale redatto dalla Commissione delle Comunità Europee (1990) che contiene un'analisi dettagliata degli effetti dell'introduzione della moneta unica – “*L'Unione Economico-Monetaria, come il completamento del Mercato Unico, è un gioco a somma positiva*”.

## **2. Significato (e limiti) dei requisiti di convergenza**

L'aspettativa secondo cui l'Euro è moneta destinata a garantire un potere d'acquisto stabile nel solco della tradizione tedesca trova spiegazione nelle modalità di costruzione dell'UEM, fondate sugli indicatori di convergenza di Maastricht e sulla definizione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC), contenuto nel Trattato di Amsterdam del 1997. Se soddisfatti, gli indicatori di Maastricht garantiscono la cosiddetta convergenza macroeconomica – vale a dire la partecipazione all'UEM da parte di paesi aventi (nel momento della loro verifica) tassi di inflazione convergenti su livelli bassi e stabili. Per di più la condizione di convergenza su un livello di inflazione basso e stabile dovrebbe essere mantenuta anche nel corso del tempo, grazie a due ulteriori fattori. In primis la definizione del PSC che esplicita in modo ancora più netto le regole fiscali da ottemperare garantendo – almeno in linea di principio – che la finanza pubblica di ciascun paese rimanga su di un sentiero di sostenibilità. Qualora i paesi membri dell'Unione non fossero in grado di mantenere il loro saldo di bilancio, nel corso della evoluzione del ciclo economico, in posizione di pareggio o addirittura di surplus (*close to balance or in surplus*) scatterebbero delle sanzioni da parte dell'UEM. Inoltre, a reiterare la linea di assoluta ortodossia in campo monetario e finanziario, vi è anche un'esplicita clausola di *no-bail out* (assenza di operazioni di salvataggio) contenuta nel Protocollo del Trattato dedicato alla Banca Centrale Europea (BCE) e al Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) che impedisce la possibilità di utilizzare la moneta per finanziare debitori sovrani, eliminando così il rischio inflazionistico dovuto a un eventuale processo di monetizzazione del debito pubblico.

Peraltro gli stessi indicatori di convergenza hanno ulteriori significati e implicazioni di non poco conto. Secondo una visione “polemista” originariamente proposta agli inizi degli anni '90 da *The Economist*, gli indicatori di Maastricht avrebbero avuto anche la finalità di escludere dalla fase finale del processo di unificazione i paesi dell'area mediterranea, allora più deboli sotto il profilo della performance macroeconomica. “*How to Keep PIGS out of EMU*” era il titolo di un contributo diventato celebre tra gli addetti ai lavori, in cui il settimanale inglese ricordava come il rispetto degli indicatori di Maastricht sarebbe stato assai difficile – per non dire impossibile – da parte di paesi fragili e ricchi di squilibri quali Portogallo, Italia Grecia e Spagna (PIGS).

In realtà le distanze notevoli che separavano i PIGS dal resto d'Europa, soprattutto in termini di inflazione e deficit pubblico, vengono colmate in uno spazio temporale ristretto (come nel caso italiano prima ricordato). Tuttavia, mentre l'operazione di convergenza macroeconomica

riesce, quella riguardante la convergenza ciclica e – soprattutto strutturale – è ben lungi dall'essere realizzata.

D'altronde non vi è nulla all'interno degli indicatori di convergenza di Maastricht che garantisca la convergenza del ciclo economico e più ancora la convergenza di tipo strutturale<sup>2</sup>. Ciò significa che l'UEM può prendere l'avvio aggregando paesi che – pur essendo in grado di soddisfare i requisiti di Maastricht – sono caratterizzati da un andamento del ciclo economico tra loro divergente. Può quindi accadere che – nonostante il rispetto degli indicatori di convergenza – all'interno dell'Unione vi siano dei paesi in cui la fase ciclica sia caratterizzata da un rallentamento che si contrappongono ad altri paesi in cui il ciclo abbia invece un'intonazione espansiva. Un problema di non poco conto per un'area in cui la politica monetaria è gestita in modo indifferenziato da parte di una Banca Centrale sovranazionale come la BCE. La classica domanda retorica – “*Una sola politica va bene per tutti? (Does One Size Fit All?)*” – che ci si pone per individuare uno dei problemi posti dalla unificazione dello strumento monetario trova evidentemente una risposta ambigua. Peralto nulla garantisce la convergenza di natura strutturale. Eppure anche questo è un elemento che gioca un ruolo cruciale al fine di garantire un buon funzionamento dell'unione monetaria. Strutture economiche divergenti fanno sì che shock originariamente simili (simmetrici per usare l'espressione gergale tanto cara agli economisti) producano effetti dissimili tra i diversi sistemi economici, generando divergenza nel ciclo economico ed effetti duraturi che potrebbero provocare (anche nel più lungo periodo) ulteriori difficoltà nel funzionamento della stessa unione.

Queste considerazioni potrebbero far ritenere che la concezione originaria dell'Unione Monetaria fosse profondamente sbagliata, in quanto basata su di un'architettura istituzionale priva di solide fondamenta. In realtà un giudizio così negativo non è del tutto corretto e richiede un'ulteriore riflessione. Non va infatti dimenticato che – secondo i più ferventi sostenitori del progetto UEM – esisteva la concreta possibilità che proprio l'introduzione della moneta unica avrebbe favorito la convergenza più ampia tra i sistemi economici. In altre parole, le aree valutarie che non sono ottimali *ex-ante* – prima che la moneta unica venga introdotta – possono diventare ottime *ex-post* – una volta che la moneta unica è stata adottata. Ad esempio, l'introduzione di una moneta comune può spingere i paesi membri dell'UEM a commerciare sempre di più tra loro, favorendo – in certi casi – una crescita della convergenza ciclica dovuta proprio alla maggior interdipendenza commerciale.

---

<sup>2</sup> Gli indicatori di convergenza di Maastricht sono basati su grandezze puramente nominali che non trasferiscono alcuna informazione relativa all'andamento del ciclo (che viene normalmente valutato tenendo conto del tasso di crescita del PIL reale, dell'output gap, del tasso di disoccupazione, etc.) o delle caratteristiche strutturali (composizione del PIL e dell'occupazione per settori produttivi, dinamica della produttività nel lungo periodo, grado di sviluppo del sistema finanziario, etc.). Non casualmente gli osservatori più critici del processo di unificazione monetaria europea avevano notato come diversi paesi africani e asiatici – caratterizzati da un grado di sviluppo economico sensibilmente inferiore a quello medio dell'Eurozona – fossero in grado di soddisfare gli indicatori di Maastricht, pur essendo palesemente inadeguati a entrare all'interno di un'unione monetaria con la stessa Eurozona.

Senza entrare ora nel merito della validità di una concezione endogena delle aree valutarie ottimali<sup>3</sup> quel che occorre chiedersi è quale sia la dimensione temporale di questo processo di “adattamento” alla moneta unica.

Ancora una volta l’esame della storia – in modo particolare della storia monetaria americana – può essere di aiuto per fornire delle utili indicazioni. In uno studio che risale a più di 10 anni orsono Hugh Rockoff (2000) aveva stimato che per rendere ottimale l’originaria unione valutaria americana fossero occorsi almeno 150 anni. Durante questo periodo di tempo non solo è stata introdotta una moneta unica, in sostituzione delle monete dei singoli stati esistenti, ma si è provveduto a rendere integrati il mercato dei beni, dei capitali e del lavoro. Inoltre, si è lentamente venuta a creare una struttura fiscale di tipo federale, per gestire e mettere ordine nei rapporti nei rapporti di carattere fiscale tra i diversi livelli di governo – dopo che il neonato governo federale aveva assunto su di sé i debiti in essere dei 13 stati aderenti alla confederazione. La stima di Rockoff, per quanto opinabile, solleva un punto decisamente rilevante: il tempo necessario per rendere ottimale un’unione monetaria – che all’epoca della sua costituzione non si trovava in quella condizione – è decisamente lungo. Tuttavia, al crescere della lunghezza della fase di transizione aumenta il rischio che eventuali shock che si manifestano prima che l’Unione acquisisca una dimensione ottimale (cioè diventi sostenibile) possano produrre delle condizioni difficilmente gestibili in presenza di una moneta unica. Nel caso limite non è da escludere che l’unione monetaria si disintegri.

Anche sotto questo profilo la storia economica è foriera di non pochi insegnamenti e dimostra come le unificazioni monetarie non siano dei processi irreversibili. Nel corso della storia hanno avuto successo solo le unioni monetarie che hanno provveduto a introdurre materialmente una moneta comune al posto delle monete nazionali. Ciò che invece è mancato in occasione della Unione Monetaria Latina o della Unione Monetaria Scandinava nel corso del XIX sec., quando venne semplicemente garantito il riconoscimento reciproco alle diverse monete nazionali – esistenti come legale circolante all’interno dell’unione stessa, che circolavano parallelamente le une alle altre. Soprattutto la storia dimostra come abbiano avuto successo le unificazioni monetarie che sono state precedute o accompagnate da processi di unificazione politica (e talvolta anche fiscale). Non casualmente due importanti storici monetari come Bordo e Jonung (2003) ritengono che *“l’unione politica è il collante che tiene insieme un’unione monetaria”*. D’altro canto è anche vero che, come dimostrato recentemente da Rose (2007) con riferimento al secondo dopoguerra, diverse unioni monetarie si sono dissolte o hanno visto l’abbandono da parte di alcuni paesi indipendentemente dalla realizzazione di processi di secessione politica, dovuti alla costituzione di nuovi stati-nazione. Un punto che solleva la rilevanza anche dei fattori economici come variabili in grado di spiegare la frantumazione di unioni monetarie.

La considerazione congiunta di questi insegnamenti della storia – la lunghezza della fase di transizione, la dimensione politica delle unioni monetarie di successo e il ruolo dei fattori economici nella spiegazione della disintegrazione di alcune unioni monetarie – ci porta naturalmente a riflettere sulla recente esperienza dell’UEM. L’Eurozona è giovane. In quanto tale non ha ancora sviluppato quelle caratteristiche che la renderebbero ottimale o sostenibile.

---

<sup>3</sup> Rimandiamo il lettore al capitolo 3 per una valutazione di come abbia effettivamente funzionato l’UEM una volta che l’Euro è stato introdotto.

Di conseguenza è particolarmente esposta al rischio che uno o più shock possano generare delle condizioni economiche avverse, difficilmente gestibili in presenza di una politica monetaria unica. Per di più, non essendo stata accompagnata da un processo di unificazione politica e/o fiscale, è priva di quei meccanismi e quelle istituzioni che – seguendo ancora una volta Bordo e Jonung (2003) – „gli stati nazione hanno sempre creato al loro interno per limitare conflitti politici ed economici”. In linea di principio è del tutto evidente che l’UEM sia ancora un’unione fragile, e quindi suscettibile di andare incontro a episodi di crisi.

In realtà nel corso dei suoi primi anni di vita l’UEM sembrava funzionare relativamente bene. Durante il triennio iniziale (1999-2001) regge senza particolari sofferenze prima il *millenium bug*, poi la recessione USA amplificata dallo *stock-market crash* (dovuto al termine della *dot.com bubble*) e dall’incertezza indotta dall’11 Settembre e infine il crollo del *currency board* argentino. Successivamente, gode – al pari di tutte le altre economie industrializzate ed emergenti – della prosecuzione di quella particolare fase di sviluppo definita come “La Grande Moderazione”<sup>4</sup>.

Con l’inizio della crisi finanziaria globale innescata dallo scoppio della crisi *sub-prime* il quadro cambia radicalmente. Ciò che originariamente nasce negli USA come una crisi di natura finanziaria che coinvolge il settore privato diventa nell’arco di pochi mesi una crisi europea che coinvolge primariamente i debitori sovrani<sup>5</sup>. Ancora una volta è un paese piccolo ad accendere la miccia: la Grecia. Ancora una volta, come già visto in occasione della crisi sistemica dello SME, il materiale esplosivo non manca, in quanto alcuni paesi stanno accumulando diversi squilibri. Ancora una volta, la deflagrazione è resa ancora più potente dalla presenza di un particolare elemento: l’assenza di un vero prestatore di ultima istanza per i debitori sovrani. La crisi svela una profonda fragilità, riconducibile alla emissione di debito sovrano denominato in una moneta su cui nessun stato membro dell’UEM ha il diretto controllo. Una situazione non diversa da quella di molte economie emergenti che per lungo tempo hanno sofferto del cosiddetto “peccato originale”<sup>6</sup> e che conduce a un approfondimento della crisi che sembra portare al collasso della stessa unione monetaria.

### 3. L’inizio della crisi: la Grecia

La crisi dei debiti sovrani europei inizia nell’ottobre 2009, quando il nuovo governo greco guidato da Giorgios Papandreou rivede al rialzo le stime relative al deficit pubblico annunciate dal precedente esecutivo. Il rapporto tra deficit pubblico e PIL del 2008 viene portato al 7,7%. Ancora più impressionante è l’emersione del deficit per il 2009, che viene rivisto dal 3,7% al 13,6%. Contestualmente, vengono modificati i dati relativi al rapporto tra

---

<sup>4</sup> Con questo termine diversi economisti individuano la prolungata fase di crescita stabile in assenza di tensioni inflazionistiche che caratterizza buona parte delle economie industrializzate ed emergenti a partire dagli anni ’90 sino allo scoppio della crisi finanziaria globale. Sulle cause della grande moderazione non esiste un diffuso consenso. Esistono invece diverse interpretazioni riconducibili al ruolo svolto dai miglioramenti tecnologici, dalla maggior capacità di utilizzo della politica economica (in particolare la politica monetaria) o più semplicemente dalla fortuna, intesa come minor frequenza di shock negativi dal lato dell’offerta.

<sup>5</sup> Sembra quindi corretta la distinzione proposta da Salvatore Rossi (2010) tra l’attuale crisi “esogena” (2008-2009) – causata da errori e squilibri prodottisi all’interno degli USA – e la precedente crisi “endogena” (1992-93) – provocata dalla gestione di politiche insostenibili all’interno degli stessi paesi coinvolti nella crisi, segnatamente l’Italia. Come avremo modo di argomentare meglio in seguito questa distinzione non è del tutto convincente.

<sup>6</sup> “L’Euro si scopre essere una valuta senza un paese” (De Grauwe, 2011),

debito pubblico e PIL. Alla fine del mese di aprile 2010 tale rapporto risulta pari al 115,1 % rispetto al 96,3% stimato dal governo precedente.

La revisione al rialzo delle stime sul disavanzo e sul debito pubblico greco provoca effetti dirimpenti sui mercati finanziari. Non solo perché la situazione di finanza pubblica si rivela estremamente critica – creando seri dubbi sulla sua sostenibilità – ma anche perché è stata minata la credibilità delle informazioni che venivano rese note ai mercati. Per la seconda volta in meno di 10 anni la Grecia ammette di diffondere statistiche fuorvianti sui suoi conti pubblici<sup>7</sup>.

La reazione alle “cattive notizie” sui conti pubblici è non solo immediata, ma segue un copione – ripetuto più volte nei mesi successivi – che vedrà protagonista non solo la Grecia, ma anche l’Irlanda il Portogallo, la Spagna e l’Italia, cioè l’area PI(I)GS- GIPSI al completo<sup>8</sup>. Le agenzie di *rating* declassano il merito di credito del sovrano debitore; i mercati finanziari reagiscono con un incremento rilevante del premio per il rischio sovrano – misurato dallo *spread* tra i tassi sui titoli di Stato con scadenza decennale emessi dal paese rischioso e quelli tedeschi – rendendo ancora meno sostenibile la condizione della finanza pubblica. Quest’ultima peraltro versa già in condizioni di difficoltà per via del rallentamento nel tasso di crescita del PIL provocato sia dal rialzo dei tassi di interesse che dalle stesse manovre di consolidamento fiscale, poste in essere nel tentativo di rispettare i parametri previsti dal PSC.

In pochi mesi la situazione conosce un drastico peggioramento. Il vertice dei capi di Stato e di governo dell’Unione Europea manifesta (febbraio 2010) una generica volontà di intervento a sostegno della Grecia. In assenza di dettagli operativi più precisi, i mercati finanziari reagiscono ampliando ulteriormente lo *spread*. Si inizia a diffondere una discreta incertezza che indebolisce sia i corsi azionari che il tasso di cambio dell’euro rispetto al dollaro. Ma soprattutto iniziano a manifestarsi i primi segni di contagio agli altri PI(I)GS-GIPSI, specialmente il Portogallo e la Spagna: lo *spread* tra i titoli del debito pubblico di questi paesi e i *Bund* tedeschi, infatti, inizia a crescere (anche se a un ritmo molto meno rilevante che nel caso greco).

Dopo una serie di faticose trattative, che inizialmente vedono il primo ministro tedesco Angela Merkel opporre resistenza all’ipotesi di un salvataggio della Grecia da parte degli altri partner europei, all’inizio del mese di maggio 2010 viene presentato un piano di aiuti. L’entità è di 110 miliardi di Euro, più che doppia rispetto a quella stabilita in occasione di un primo programma di aiuti, erogati dall’Unione Europea, dalla BCE e dal Fondo Monetario Internazionale – che d’ora in avanti verranno comunemente definiti la “troika”. I mercati finanziari sembrano accogliere inizialmente con favore il piano di salvataggio. Contestualmente alla definizione del piano di sostegno finanziario, il governo greco concorda

---

<sup>7</sup> In occasione dell’ammissione all’Unione Monetaria, il governo presentò dati sulle condizioni della finanza pubblica in Grecia che si rivelarono *ex post* non veritieri. Lo squilibrio fiscale era stato a lungo di fatto occultato mediante operazioni di cartolarizzazione che tendevano a contabilizzare nel periodo corrente entrate destinate a manifestarsi in futuro.

<sup>8</sup> Con l’acronimo GIPSI si intende il gruppo dei PIGS aumentato per la presenza dell’Irlanda. 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.

con la Commissione Europea e il Fondo Monetario Internazionale un programma di aggiustamento fiscale di dimensioni eccezionali, che prevede una correzione immediata del disavanzo pubblico, e un piano di liberalizzazioni volto a rimuovere le numerose inefficienze che gravano sul sistema economico ellenico. Col passare dei giorni però sui mercati si diffonde la percezione della inanità degli sforzi fino a quel momento messi in campo, sia in merito alla dimensione e alla tempistica del piano di consolidamento fiscale, sia con riferimento al piano di salvataggio. Dopo una “tregua” di pochi giorni, si manifestano nuovamente forti tensioni, sia interne alla Grecia che sui mercati internazionali. In poco tempo il rendimento del titolo greco a due anni aumenta di diversi punti percentuali, così come il premio per assicurarsi contro il rischio di insolvenza del governo greco – segnalando l’aspettativa di un possibile abbandono dell’UEM in tempi relativamente brevi. Crollano i principali indici di borsa dell’Eurozona e si accentua il deprezzamento dell’Euro.

Si arriva così rapidamente a un terzo piano di salvataggio. Il piano è composto da due parti. La prima consiste nella costituzione di un gigantesco fondo di assistenza finanziaria, *European Financial Stability Facility* (EFSF), avente una dotazione di 440 miliardi di Euro<sup>9</sup>. L’obiettivo di questo fondo è quello di aiutare i paesi (non solo la Grecia) che incontrano difficoltà nel *roll-over* del debito sovrano o che dovrebbero farvi fronte a tassi di mercato considerati “proibitivi”. La seconda è rappresentata dal *Securities Markets Programme* (SMP), ossia la disponibilità della BCE ad acquistare titoli del debito pubblico dei paesi in difficoltà, ovviamente sul mercato secondario. Non va dimenticato infatti che il Trattato di Maastricht contiene una esplicita *no-bail out clause* che vieta alla BCE l’acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato primario.

Come già detto, il pacchetto di aiuti viene offerto alla Grecia sotto la condizione che venga realizzato un piano di consolidamento fiscale estremamente austero<sup>10</sup>, che prevede una correzione complessiva di 11 punti percentuali di PIL entro il 2010 in modo da riportare il rapporto deficit/PIL al di sotto del 3% nel 2013. Il debito pubblico dovrebbe quindi stabilizzarsi al livello del 140% nel corso di 3-4 anni, contro il 120% previsto prima dell’aggravarsi della crisi. Per avere un’idea dell’impatto del piano di consolidamento sulla gestione della finanza pubblica (e più in generale sui livelli di attività economica) è sufficiente osservare che, assumendo un costo medio del debito del 6% e un rapporto debito/PIL al 140% (a regime), la spesa per interessi sarebbe pari all’8,4% del PIL. Affinché il Patto di Stabilità venga rispettato – ossia affinché il rapporto deficit/PIL sia inferiore o uguale al 3% – occorrerebbe generare e mantenere un *surplus* primario (cioè la differenza tra entrate e uscite dello stato al netto della spesa per interessi) pari o superiore al 5,5% del PIL. Dal momento

---

<sup>9</sup> I partner europei si accordano sulla costituzione dell’EFSF (440 miliardi di euro) a cui si aggiungeranno 60 miliardi di euro provenienti dal bilancio dell’Unione Europea. A questi 500 miliardi di origine europea si aggiungeranno 250 miliardi di euro di provenienza FMI. Sul piatto quindi le autorità europee mettono linee di assistenza finanziaria per 750 miliardi di euro. Per una descrizione più precisa delle caratteristiche dell’EFSF si rinvia al capitolo 5.

<sup>10</sup> Le principali misure adottate nel piano sono: il congelamento dei salari nel settore pubblico per 3 anni; l’eliminazione della tredicesima e quattordicesima mensilità per i lavoratori pubblici; il blocco delle assunzioni nel pubblico impiego<sup>10</sup>; ulteriori tagli alle spese e aumenti delle entrate (ad esempio l’incremento dell’IVA del 2-3%); l’innalzamento età pensionabile media da 53 a 67 anni; la liberalizzazione per oltre 60 categorie/settori protetti.

che nel 2009 il saldo primario era in deficit per un ammontare pari al 7,7%, ne consegue una correzione del saldo primario stesso superiore a 13 punti di PIL in poco meno di un anno. L'impatto sull'attività produttiva non può che essere fortemente recessivo. La manovra "lacrime e sangue" rischia quindi di creare una crisi socio-economica senza precedenti. I tumulti di piazza – che provocano addirittura alcuni morti tra i manifestanti – dimostrano l'esistenza di fortissime tensioni sociali.

Il dubbio che rimane è se l'assistenza finanziaria non sia solo un modo di posporre nel tempo una esplicita dichiarazione di insolvenza. Nel dibattito si levano diverse voci a favore di un *default* "controllato" da attuarsi al più presto, senza perdere "tempo e denaro" inutilmente nella vana speranza che i mercati si abituino all'incertezza. Tuttavia, l'assistenza finanziaria esterna rimane indispensabile perché il paese non può permettersi il ricorso ai mercati finanziari in presenza di *spread* elevatissimi. Alla fine, il prestito è stato concesso a condizioni severe. Il tasso di interesse praticato è pari al 5%.

In questo scenario, si viene a evidenziare in modo sempre più preoccupante la crescente fragilità del sistema bancario greco, esposto alla potenziale instabilità creata dal peggioramento delle prospettive economico-finanziarie del paese. Le banche greche vanno incontro infatti a una cospicua perdita di depositi in fuga verso l'estero – sostenuti da aspettative di abbandono dell'UEM. Le banche sono così costrette a chiedere aiuti per 15 miliardi di euro al governo, di fatto prosciugando il fondo speciale creato nel 2008 per assistere il sistema bancario nel corso della crisi finanziaria. Un ulteriore supporto al sistema bancario greco viene fornito dalla BCE, che eroga prestiti a fronte di titoli di Stato greci, depositati come collaterale. Sotto questo profilo, il *downgrading* dei titoli di Stato ellenici concorre a creare una situazione pericolosa. Tanto che la BCE stessa – all'inizio di maggio 2010 – decide di sospendere, solo per i titoli di Stato greci, le soglie minime applicate ai titoli perché fossero accettati come garanzia nelle operazioni di finanziamento alle banche. In assenza della sospensione *ad hoc* concessa dalla BCE, un ulteriore declassamento da parte delle agenzie di *rating* avrebbe creato enormi difficoltà per il sistema bancario greco nell'accesso al rifinanziamento della banca centrale, con ripercussioni facilmente immaginabili.

Da ultimo, lo scoppio della crisi greca pone in assoluta evidenza la questione del "rischio contagio". La domanda ricorrente – una volta percepita la gravità della crisi – riguarda le conseguenze che avrebbe il *default* della Grecia per gli altri paesi. L'impatto più diretto sarebbe sui suoi creditori. Alla fine del 2009 il valore complessivo dei titoli pubblici greci era di circa 300 miliardi di euro, di cui 75% detenuti da stranieri. Francia e Germania possedevano il 25% del valore totale, ossia 1/3 del debito estero greco, concentrato in banche, compagnie di assicurazione, fondi di investimento e altri intermediari finanziari.

Il problema principale è dato quindi dall'esposizione del *sistema bancario* degli altri paesi verso lo Stato e il sistema bancario greci<sup>11</sup>. Come si accennava più sopra, se i titoli di stato greci diventassero privi di valore a seguito della dichiarazione di *default* sarebbe impossibile per la BCE continuare ad accettarli come collaterale delle operazioni di rifinanziamento. Ciò avrebbe conseguenze devastanti per le banche greche, producendo una situazione di crisi che

---

<sup>11</sup> L'esposizione diretta verso la Grecia dei risparmiatori dell'area euro è contenuta, ma l'esposizione tramite il risparmio gestito è non trascurabile. Le sole compagnie di assicurazione francesi hanno un portafoglio di titoli pubblici greci pari a quello detenuto dall'Italia nel suo complesso.

potrebbe avere conseguenze imprevedibili sul resto del sistema bancario dell'Eurozona – che in quel momento stava faticosamente uscendo da una lunga crisi di liquidità, ma che era ancora reso fragile dalla difficile fase congiunturale.

Un effetto indiretto ma importante di un eventuale *default* greco si avrebbe sugli altri debitori sovrani dell'UEM, in particolare sugli stati che presentano una combinazione di alto disavanzo e/o debito pubblico, quali Irlanda, Spagna, Portogallo, Italia. L'insolvenza della Grecia creerebbe un precedente. Tutti saprebbero che uno stato membro dell'area euro può fallire. Si creerebbe una situazione simile a quella successiva al *crack* della Lehman Brothers, quando i mercati finanziari si resero conto che le autorità americane erano disposte a lasciare fallire una grande banca, smentendo così la *too-big-too-fail doctrine*. L'effetto più prevedibile sarebbe un aumento del costo del debito per i paesi più fragili, aggravando così ulteriormente lo squilibrio dei loro conti pubblici. Queste considerazioni fanno capire perché molti paesi dell'area euro abbiano un interesse forte ad evitare il *default* della Grecia.

#### **4. Dalla crisi greca alla crisi irlandese**

La crisi irlandese inizia durante i mesi estivi del 2010 quando le principali agenzie di *rating* declassano il debito pubblico irlandese scatenando una vera e propria crisi di fiducia, che porta rapidamente lo *spread* nei confronti del *Bund* su livelli elevati. Le cause strutturali della crisi, tuttavia, erano presenti già da tempo e ben note agli operatori dei mercati finanziari. La causa scatenante che conduce allo scoppio della crisi irlandese è infatti ben diversa da quella che ha operato in Grecia. Gli squilibri della finanza pubblica irlandese non sono dovuti alla rivelazione improvvisa di una condizione a lungo occultata di deficit eccessivi. La radice dello squilibrio dei conti pubblici in Irlanda è lo sforzo eccezionale intrapreso dal governo – in risposta allo scoppio di una bolla immobiliare che all'interno della tigre celtica aveva consentito ai prezzi delle abitazioni di quadruplicare tra il 2000 e il 2006 – per impedire che l'economia cadesse in depressione e che il sistema bancario finisse in *default*.

La dimensione dell'intervento pubblico alla radice del deterioramento della condizione di finanza pubblica è davvero senza precedenti. Basti pensare che il rapporto tra saldo di bilancio pubblico e PIL che nel 2006 era ancora positivo (+2,9%), alla fine del 2009 raggiunge una dimensione negativa superiore al 14% del PIL. Nel corso dell'anno successivo, una volta considerate le operazioni straordinarie a carico del bilancio pubblico per il salvataggio delle principali banche irlandesi, raggiunge un "impressionante" 32%. Ovviamente, partendo da un rapporto tra debito e PIL del 66% nel 2009, un deficit annuale superiore al 30% porta il rapporto debito/PIL a sfiorare il 100%. La velocità del deterioramento è straordinaria se si pensa che solo nel 2006 il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'Irlanda si collocava attorno al 25%, di gran lunga inferiore alla media europea.

In una prima fase, il peggioramento della condizione di sostenibilità dei conti pubblici non si riflette in aumento dello *spread* nei confronti del *Bund* così sostanziale come nel caso greco. La (iniziale) minor reazione dello *spread* viene giustificata tenendo conto di due elementi. In primis, la maggior affidabilità dei conti pubblici irlandesi rispetto a quelli ellenici. In secondo luogo, il potenziale di crescita decisamente più elevato della economia irlandese rispetto a quella greca. Secondo un'interpretazione decisamente ottimistica, il meccanismo di crescita che aveva fatto dell'economia irlandese la "tigre celtica" – tra il 1990 e il 2007 il Prodotto

Nazionale Lordo è quadruplicato, ossia è aumentato al tasso medio annuo dell'8,5%, un ritmo quasi "cinese"<sup>12</sup> – si era solo inceppato per effetto della crisi ma poteva essere rapidamente riavviato, consentendo all'Irlanda una fuoriuscita dalla crisi di finanza pubblica molto più rapida di quella greca.

Nonostante la reazione iniziale dei mercati non fosse stata particolarmente negativa, la situazione conosce in seguito un progressivo deterioramento. Si diffonde una crisi di fiducia che sostiene una vera e propria fuga di capitali dall'investimento di portafoglio in titoli irlandesi "verso la qualità" (*flight to quality*) rappresentata dai *Bund* tedeschi o verso investimenti in attività denominate in dollari.

Il problema di sostenibilità del debito pubblico, nel caso irlandese, è inoltre esacerbato dalla rilevanza del debito estero, che solleva il problema del ruolo cruciale – nell'evoluzione della crisi – giocato dagli investitori stranieri. Nel 2009 tre quarti sia del debito pubblico che del debito privato delle banche era detenuto da investitori esteri. A gennaio 2010 la quota del debito delle banche irlandesi detenuto da stranieri cala a circa il 60% e nell'autunno del 2010 si riduce al 30%. Ne deriva un crollo dei prezzi e un aumento drammatico dei rendimenti dei titoli di Stato (e bancari) irlandesi – e quindi del costo medio del debito irlandese. Il governo irlandese reagisce all'ampliamento dello *spread* nei confronti del *Bund* affermando di non aver bisogno di aiuto finanziario e di poter continuare a contare su emissioni di titoli di Stato a tassi di mercato. Come già visto nel caso della Grecia, le dichiarazioni di auto-sufficienza finanziaria si rivelano ben presto manifestazioni di *wishful thinking*. Le fibrillazioni del mercato dei titoli pubblici producono livelli dei tassi di interesse che si rivelano insostenibili. I partner "forti" dell'Eurozona, Francia e Germania *in primis*, insistono affinché l'Irlanda accetti il sostegno finanziario europeo.

A novembre 2010, il governo irlandese decide di chiedere assistenza all'Unione Europea e al Fondo Monetario Internazionale. Il pacchetto complessivo ammonta a 85 miliardi di euro ma il sostegno finanziario europeo in senso stretto ammonta a 67,5 miliardi di euro, pari a circa il 40% del PIL irlandese, erogati per 2/3 dall'Unione Europea e per 1/3 dal Fondo Monetario Internazionale<sup>13</sup> Come nel caso greco, gli aiuti sono caratterizzati da una *condizionalità europea*: sostegno finanziario in cambio di riequilibrio dei conti pubblici mediante una manovra restrittiva di politica fiscale. La condizionalità europea si aggiunge a quella tipica del Fondo.

Anche nel caso della crisi irlandese vengono adottati dei provvedimenti assolutamente eccezionali, volti a realizzare nei tempi più brevi possibili un'azione di consolidamento fiscale. Il governo irlandese di Brian Cowen presenta, a novembre 2010, un piano quadriennale di rientro dagli squilibri di finanza pubblica (*National Recovery Plan 2011-2014*) del tipo "lacrime e sangue". Tagli draconiani alla spesa pubblica e incremento delle imposte su un orizzonte temporale di 4 anni, per un ammontare complessivo di 15 miliardi di euro (il 9% del

---

<sup>12</sup> Il Prodotto Nazionale Lordo si ottiene aggiungendo al Prodotto Interno Lordo (ossia la somma dei redditi dei soggetti economici residenti nel paese) i redditi netti dall'estero. Nel caso irlandese, poiché la crescita è stata trainata dagli investimenti diretti delle multinazionali provenienti soprattutto dagli USA, i redditi netti dall'estero sono negativi perché i profitti delle multinazionali insediatesi in Irlanda vengono ri-esportati verso la sede di origine. Pertanto il Prodotto Interno lordo è più grande del Prodotto Nazionale Lordo del 25% circa.

<sup>13</sup> Il pacchetto complessivo di sostegno ammonta a 85 miliardi di euro. La quota residuale è a carico del bilancio irlandese e serve prevalentemente a completare il salvataggio del sistema bancario.

PIL irlandese) al fine di riportare il rapporto deficit/PIL al 3% entro il 2014. Il 40% di questa manovra dovrebbe essere attuato nel 2011. La riduzione del deficit si ottiene per 2/3 mediante tagli alla spesa pubblica e per 1/3 per effetto di nuove imposte. I tagli alla spesa pubblica si caratterizzano per la riduzione del *Welfare State* – in particolare del salario minimo, considerato finora piuttosto generoso per gli standard europei – e per la riduzione del monte salari nel settore pubblico. Il piano prevede una riduzione dei posti di lavoro nel pubblico impiego per circa 25mila addetti e una riduzione degli stipendi dei nuovi assunti nell'ordine del 10%. Sul fronte dell'incremento della pressione fiscale, il piano prevede l'aumento delle imposte sul reddito delle persone fisiche e sul valore aggiunto. Tra le imposte oggetto di incremento non compare l'imposta sul reddito d'impresa, che il governo ha deciso di mantenere fissa al 12,5% sollevando perplessità e recriminazioni tra i partner europei. Per questi ultimi, un incremento di tale imposta avrebbe potuto avere, almeno in linea di principio, un duplice ruolo benefico. Da un lato avrebbe consentito di accelerare in misura consistente il riequilibrio della finanza pubblica, dall'altro avrebbe ridotto o eliminato il vantaggio fiscale all'insediamento in Irlanda delle multinazionali, che è sempre stato considerato una forma di indebita distorsione competitiva a favore della tigre celtica da parte dei partner europei<sup>14</sup>. La ragione del no irlandese a un incremento dell'imposta sui profitti è evidente. La capacità di attrarre investimenti diretti esteri attraverso la competizione fiscale è infatti la ragione principale dello straordinario sviluppo del paese nel decennio precedente la crisi del 2007. La leadership irlandese non intende rinunciare a questo volano della crescita<sup>15</sup>.

I mercati non sono sembrati così sollevati all'indomani dell'approvazione del sostegno finanziario europeo e del varo del pacchetto di riequilibrio. Le quotazioni dei CDS continuano a esprimere aspettative di *default* – nel giro di 5 anni – abbastanza elevate. Peraltro non si placano neppure i timori di contagio, come evidenziato dall'allargamento dello *spread* tra titoli di Stato italiani e tedeschi successivo all'approvazione del pacchetto di sostegno europeo all'Irlanda. Una reazione non del tutto comprensibile una volta considerato che nel frattempo la BCE continua a fornire un sostanziale contributo sia alla stabilizzazione dei rendimenti dei titoli pubblici irlandesi (attraverso l'intervento in acquisto di *bond*) sia alla stabilizzazione del sistema bancario irlandese, ricoprendo il ruolo canonico di prestatore di ultima istanza. A fine novembre 2010 le banche irlandesi avevano accumulato debito verso la BCE per 136 miliardi di euro, un ammontare pari all'80% del PIL irlandese e ad un quarto dei finanziamenti complessivi concessi dalla BCE alle banche dell'Eurozona. A questi fondi si erano aggiunti 45 miliardi di euro da parte della banca centrale irlandese. Il ricorso alle linee di finanziamento della BCE era l'unica forma di finanziamento aperta a queste banche per due motivi. Da un lato il merito di credito presso le altre banche sull'interbancario si era ridotto drasticamente (un fenomeno già evidenziatosi con riferimento alle banche greche). Dall'altro lato, la raccolta attraverso i depositi si era assottigliata drasticamente. Molti correntisti,

---

<sup>14</sup> A titolo di confronto, si ricorda che l'imposta sul reddito d'impresa raggiunge il 34% in Francia e sfiora il 30% in Germania. Negli USA e in Giappone l'aliquota si aggira attorno al 40%.

<sup>15</sup> Mentre nel corso dei primi anni del nuovo millennio la crescita irlandese è stata determinata essenzialmente dal boom del settore immobiliare finanziata dai prestiti bancari, nel decennio 1990-2000 l'eccezionale crescita è stata trainata dalle esportazioni. Le multinazionali attratte in Irlanda dalle aliquote fiscali straordinariamente basse hanno creato in loco capacità produttiva in grado di generare, congiuntamente ad una forza lavoro ad alta istruzione e specializzazione, esportazioni *high tech*.

specialmente *corporate*, avevano infatti provveduto a spostare i depositi altrove, realizzando ciò che è stato definito “una corsa agli sportelli silenziosa (*a quiet bank run*)”.

Gli sviluppi della crisi irlandese mettono in evidenza due elementi di criticità. Le risorse pubbliche impegnate nei salvataggi bancari hanno appesantito i conti pubblici in modo così “insostenibile”, da evidenziare un legame evidente tra la crisi bancaria e quella del debito sovrano. L’evoluzione della crisi irlandese, d’altro canto, mette in luce un secondo legame, questa volta in direzione opposta, dalla crisi del debito sovrano alla crisi bancaria. Il sistema bancario – non solo irlandese ma più in generale europeo – ha, infatti, massicciamente investito in titoli di Stato nel corso della crisi nel tentativo di ripulire i propri bilanci dai titoli tossici presenti. Con la crisi del debito sovrano anche i titoli di Stato dell’Eurozona periferica sono diventati a basso *rating* di modo che i bilanci bancari si sono trovati nuovamente appesantiti e di nuovo esposti al rischio di perdite. E’ cambiata la natura dell’emittente dei titoli a rischio in portafoglio alle banche, ma non il grado di sicurezza dei titoli stessi. In buona sostanza, la crisi irlandese dimostra in modo inequivocabile come crisi bancaria e crisi sovrana siano legate da un duplice rapporto causale: dalla prima alla seconda per via del costo dei salvataggi a carico del bilancio pubblico; dalla seconda alla prima per via del declassamento dei titoli pubblici in portafoglio alle banche. Chiusi questi due legami ad anello, si manifesta un pericoloso circolo vizioso che si auto-rinforza perversamente.

Il secondo punto evidenziato riguarda il fattore dimensionale. Al pari della Grecia, anche l’Irlanda è una piccola economia dal punto di vista reale. Il suo PIL contribuisce per l’1,5% alla formazione del PIL dell’Eurozona. Tuttavia, come e ancor più della Grecia, l’Irlanda è fortemente interconnessa sotto il profilo finanziario con molti altri paesi europei – anche per via della maggior dimensione del suo sistema bancario-finanziario rispetto a quello ellenico. In particolare è decisamente consistente la quantità di titoli del debito pubblico irlandese detenuti dal sistema bancario tedesco e francese. Relativamente meno esposti sono invece i sistemi bancari di Spagna e Italia. La consapevolezza del notevole grado di interconnessione finanziaria ha scatenato ancora una volta una crisi sistemica, veicolando fenomeni di contagio abbastanza intensi e tali da coinvolgere altri paesi nella fase di difficoltà.

### **5. Se Atene piange, Lisbona non ride: la crisi portoghese**

Dopo Grecia e Irlanda la crisi sovrana si estende al Portogallo. Nel corso del 2010 il disavanzo di bilancio raggiunge l’8,6% del PIL (anziché il previsto 7,3% che costituiva l’obiettivo del governo), mentre il deficit primario si attesta al 4,5%. Il debito pubblico – che agli inizi del 2000 era ancora inferiore al 50% del PIL – raggiunge l’85% del prodotto interno lordo. Il governo Socrates cerca senza successo di varare diversi piani di austerità per consentire una drastica riduzione del deficit già a partire dal 2011, per raggiungere l’obiettivo del 3% entro il 2013. Diversamente dall’Irlanda, i problemi portoghesi non risalgono solo a una cattiva gestione della finanza pubblica o allo stato di quasi-insolvenza del sistema bancario, ma anche (e soprattutto) a una ridotta capacità di crescita riconducibile a una continua perdita di competitività che ha condotto all’accumulazione di un notevole debito estero – accanto al notevole debito pubblico – per effetto di continui disavanzi nelle partite correnti.

Nel corso degli ultimi 10 anni il Portogallo ha infatti registrato una crescita anemica (+0,6% il tasso medio annuo di incremento del PIL nel periodo 2000-2010), conseguenza di notevoli

problemi strutturali dal lato dell'offerta<sup>16</sup>. Contemporaneamente si manifestano un deciso aumento del debito privato (che in termini lordi è quasi 4 volte il PIL e 5 volte la dimensione del debito pubblico) e continui deficit delle partite correnti. Queste ultime nel corso degli ultimi 10 anni hanno sistematicamente registrato saldi negativi nell'ordine dei 10 punti percentuali di PIL, concorrendo in tal modo all'accumulazione di un debito estero di dimensioni senza pari all'interno di qualsiasi altra economia periferica europea, superiore al 110% del PIL.

È quindi evidente che per incidere sulla crisi portoghese diventi necessario agire contemporaneamente su più fronti, senza limitarsi a degli interventi che correggano solo gli squilibri di finanza pubblica. L'eliminazione dei diversi squilibri macroeconomici esistenti richiede la realizzazione di riforme – più che mai necessarie per recuperare competitività ed efficienza – oltre che l'attuazione di misure che favoriscano un ormai inevitabile processo di riduzione delle passività (*deleveraging*) del settore privato.

Tuttavia, il deterioramento della crisi sovrana in corso nella regione europea fa rapidamente precipitare – attraverso il canale del contagio che raggiunge anche i titoli del debito sovrano portoghese – la condizione della finanza pubblica. L'elevato livello dei tassi di interesse – che sulla scadenza decennale oltrepassa il 7% fin dai primi mesi del 2011, esprimendo uno *spread* superiore ai 500 punti base nei confronti del *Bund*, per raggiungere successivamente l'8,5% – unito a una persistente fase recessiva, rende chiaramente irraggiungibili gli obiettivi governativi. Il surplus primario che dovrebbe essere conseguito per stabilizzare il rapporto tra debito pubblico e PIL risulta infatti vicino al 6%, un risultato assolutamente fuori portata per la fragile economia portoghese. Il mercato inizia quindi a esprimere un chiaro giudizio di insostenibilità nei confronti del debitore sovrano portoghese. Non casualmente le agenzie di rating iniziano a rivedere al ribasso i loro giudizi sul Portogallo, il cui merito di credito è secondo S&P solo un *notch* al di sopra del livello attribuito ai titoli considerati *speculative grade*. In particolare si fanno sempre più consistenti le preoccupazioni legate all'incapacità di finanziare – ai tassi di interessi raggiunti – importanti tranche di titoli in scadenza. Si profila la concreta possibilità che i tassi di interesse corrisposti sui titoli del debito pubblico portoghese possano aumentare non solo per effetto del *downgrading* del rating sovrano, ma anche per via della riduzione della domanda da parte di quei fondi di investimento che per statuto non possono investire in titoli aventi un rating inferiore all'*investment grade*. A quel punto il ricorso al sostegno fornito dall'EFSF diventerebbe inevitabile. E le pressioni sulla BCE – sotto forma di finanziamenti erogati alle banche di operazioni di acquisto di titoli del debito pubblico portoghese – acquisirebbero una dimensione rilevante.

È questo lo scenario di fondo che caratterizza l'evoluzione della crisi portoghese tra l'ultimo trimestre del 2010 e l'inizio del 2011, nonostante i timidi progressi – dovuti a maggiori entrate e minori uscite del bilancio pubblico – registrati proprio in apertura del 2011. Al termine di lunghe trattative – segnate anche dall'apertura di una crisi di governo che verrà risolta solo agli inizi di giugno con lo svolgimento di nuove elezioni – il Portogallo arriva a

---

<sup>16</sup> Prima dell'entrata nell'UME il Portogallo era riuscito a realizzare una crescita consistente: nella seconda metà degli anni '90 il tasso medio annuo di crescita era stato del 4%, ben superiore a quello medio europeo. Il principale motore della crescita era stata la vivace domanda interna, sostenuta dalla notevole riduzione dei tassi di interesse innescata dal *convergence trade* – sulla falsariga di quanto accaduto in Italia.

concordare alla metà del mese di maggio 2011 un pacchetto di aiuti. Viene concesso un prestito di 78 miliardi di Euro (erogato in parti uguali dai membri della troika) di cui quasi una dozzina erogata a supporto del sistema bancario in difficoltà, in ragione di un tasso di interesse medio di poco superiore al 5,0%. L'erogazione di queste risorse consentirà al Portogallo di non richiedere finanziamenti al mercato sino alla seconda metà del 2013.

Si ripete ancora una volta il copione già visto in occasione della crisi greca e irlandese. L'erogazione degli aiuti prevede infatti la definizione di un piano di austerità fiscale utile a raggiungere un deficit pubblico pari al 6% del PIL nel 2012 e al 3% nel 2013. Inoltre, il governo portoghese si impegna a varare un piano di riforme strutturali e di privatizzazioni utile a sciogliere quei nodi strutturali che limitano a dinamica della produttività e la crescita del prodotto.

Come già accaduto in Irlanda la manovra di consolidamento fiscale verte maggiormente sulla riduzione delle spese più che sull'aumento delle entrate. Dal lato delle entrate sono previste maggiori risorse per il bilancio pubblico pari a 2 punti percentuali del PIL generate dall'aumento dell'IVA, dall'incremento della tassazione societaria e della tassa sui *capital gain*; vi sono inoltre da contabilizzare anche le maggiori entrate dovute all'aumento dei contributi pensionistici versati dai dipendenti della pubblica amministrazione. Infine, vengono conteggiate anche le probabili risorse generate da una serie di provvedimenti di contrasto all'evasione fiscale. Dal lato delle spese si stima una loro riduzione in ragione del 3,5% del PIL. Una fetta consistente della minor spesa pubblica è da ascrivere ai tagli dei salari corrisposti ai dipendenti pubblici e alla riduzione del turnover all'interno della pubblica amministrazione, volta a ridurre in tempi relativamente brevi la dimensione del pubblico impiego attraverso una sostituzione solo parziale dei lavoratori pubblici in via di pensionamento. Il pacchetto di austerità fiscale prevede anche il congelamento delle pensioni pubbliche e la riduzione sia dei sussidi di disoccupazione che dei contributi erogati dallo stato alle famiglie. Infine, il governo decide di dare il via a una serie di tagli drastici relativi alle spese per la difesa, l'istruzione, la giustizia e anche per gli investimenti dedicati alla costituzione di nuove infrastrutture.

La realizzazione del pacchetto di austerità fiscale, unito alle conseguenze di un'attività bancaria in difficoltà, esercita un impatto chiaramente recessivo sull'economia portoghese. Secondo le prime stime il PIL dovrebbe calare in corso d'anno del 3,0% mentre la disoccupazione potrebbe attestarsi attorno al 12,0% della forza lavoro, con picchi notevolissimi per quanto riguarda i giovani. La sostenibilità delle finanze pubbliche portoghesi è messa sempre più in discussione. Persino l'obiettivo di deficit pubblico per l'anno 2011 concordato tra il governo e la troika prima dei mesi estivi appare irraggiungibile, sia per l'emersione di nuove spese (non registrate) nel bilancio dello stato che per le difficoltà a estendere al settore privato le misure di austerità e di recupero di efficienza che sono state invece prese con riferimento al settore pubblico. In effetti – come già sottolineato – si evidenzia immediatamente la necessità di realizzare rapidamente e intensivamente un pacchetto di riforme che incida sull'efficienza del settore privato. Alla moderazione salariale si devono quindi accompagnare una serie di misure – quali la riduzione delle giornate di ferie e l'aumento della durata della giornata lavorativa – utili a favorire importanti recuperi di produttività e di competitività. Ciò al fine di ricostituire le condizioni minime per riavviare un

processo di crescita senza il quale sarebbe impossibile risolvere non solo il nodo del debito pubblico, ma anche quello del debito privato ed estero. La riduzione del debito privato – che rimane il più consistente dell'area Euro, avendo raggiunto un livello pari al 235% del PIL – richiede sia la ripresa della crescita che la realizzazione di un processo di *deleveraging*, attuabile solo attraverso un aumento del tasso di risparmio privato, passato dal 13 al 7% nel corso degli ultimi 15 anni. Peraltro, l'aumento del risparmio privato concorrerebbe anche a ridurre il deficit di parte corrente che ha condotto anche all'accumulazione del maggior debito estero all'interno dell'UME.

Il nuovo governo di centro destra, insediatosi dopo le elezioni del 5 giugno, affronta le sfide poste da tale situazione senza indugi e addirittura dichiara la sua ferma volontà di conseguire gli obiettivi di bilancio pubblico in anticipo rispetto a quanto concordato con la troika. Agli inizi tale dichiarazione sembra più il frutto del solito *wishful thinking*. Per di più la congiuntura europea continua a deteriorarsi. Diversi analisti iniziano a considerare probabile lo scenario in cui già nel corso del 2012 non solo la Grecia ma anche il Portogallo potranno andare incontro a momenti di profonda difficoltà – al punto da rendere necessaria una ristrutturazione del debito pubblico. Nei primi giorni di luglio viene effettuato un pesante *downgrading* del rating portoghese che – scendendo di 4 *notch* nel giudizio di Moody's – raggiunge lo status di *junk bond*. Ma alla fine del 2011 – in occasione della missione organizzata dal Fondo Monetario Internazionale – emergono dei dati più incoraggianti che lasciano intuire come sia più probabile il raggiungimento degli obiettivi di deficit. Il problema vero che rimane privo di un'immediata soluzione riguarda la tempistica e l'intensità con cui si potrà manifestare la fase di ripresa. Per due sostanziali motivi. Non è chiaro quanto se e come potrà realizzarsi la svalutazione interna necessaria per ridare competitività al sistema portoghese. E soprattutto non è chiaro come l'eventualmente ritrovata competitività potrà favorire una ripresa della domanda estera, dal momento che l'austerità fiscale sembra avanzare senza resistenza all'interno di tutta l'UEM, coinvolgendo pesantemente anche paesi non piccoli come Spagna e Italia.

## **6. La crisi lambisce la Spagna e colpisce l'Italia**

I PI(I)GS inizialmente coinvolti nella crisi dei debiti sovrani sono economie relativamente piccole. Il peso complessivo di Portogallo, Irlanda e Grecia rispetto al PIL dell'Eurozona è inferiore al 7,0%. Ciononostante non appena il quadro macroeconomico europeo inizia a deteriorarsi, i timori che la situazione possa rapidamente degenerare – conducendo a una vera e propria crisi sistemica – si accentuano. La preoccupazione maggiore deriva dalla possibilità che un eventuale *default* di uno di questi paesi – dovuto al mancato rinnovo dei titoli del debito pubblico in scadenza – contagi altri membri dell'Eurozona determinando una situazione d'instabilità finanziaria e reale nell'Unione stessa. Tale scenario viene considerato difficilmente gestibile data la vigente architettura istituzionale che non prevede la possibilità di un *bail-out* orchestrato da un governo federale (che al momento non esiste). In particolare, dal momento che alcuni sistemi bancari europei (segnatamente quelli di Francia e Germania) possiedono una quantità consistente di titoli greci e irlandesi, il rischio ulteriore è rappresentato dalla possibilità che la crisi sovrana di un paese – per quanto piccolo – si trasformi in una crisi bancaria in altri paesi (non solo PI(I)GS) con possibili ricadute negative – veicolate attraverso i canali di interdipendenza reale e finanziaria - sull'intera economia del vecchio continente.

Al persistere della crisi – e nonostante siano state nel frattempo orchestrate con successo ben 3 operazioni di salvataggio da parte della troika unitamente alla costituzione dell'EFSF – le preoccupazioni crescono ulteriormente. Uno dei tratti comuni a molte delle analisi proposte è che l'attuazione dei salvataggi a vantaggio di Portogallo, Irlanda e Grecia abbia drenato non poche risorse all'EFSF. Qualora la crisi si spostasse verso paesi come Spagna e Italia, l'organizzazione di qualsiasi operazione di salvataggio diventerebbe praticamente impossibile. La dimensione di Spagna e Italia è infatti tale da rendere ingestibile qualsiasi tentativo di *bail-out* condotto nei loro confronti, per via della mancanza di risorse adeguate. Non tanto perché il loro peso reale – rispettivamente pari al 12,0 al 17,5% del prodotto realizzato nell'Eurozona – è ben maggiore di quello di Portogallo, Grecia e Spagna. Quanto perché la dimensione assoluta del loro debito pubblico è decisamente consistente. La Spagna ha un debito pubblico di circa 700 miliardi di Euro, mentre la consistenza di quello italiano supera i 1.900 miliardi di euro.

E' all'interno di questo contesto che, a partire dall'inizio dell'estate 2011, la crisi si estende verso i 2 grandi paesi mediterranei contemporaneamente a un ritorno – al centro dello scenario di crisi – della Grecia. La condizione che sino al mese di aprile risultava apparentemente sotto controllo – con uno *spread* nei confronti del *Bund* inferiore ai 150 punti base – si aggrava a partire dal mese di agosto quando si manifestano ripetuti, successivi ampliamenti “a strappo” dello *spread* dei titoli italiani e spagnoli rispetto al tasso sui *Bund* tedeschi decennali. Gli investitori mettono rapidamente a nudo le criticità nella gestione del debito sovrano dei due grandi paesi mediterranei, anche se tali criticità hanno una natura differente. In Spagna, il problema principale è il deficit pubblico che a partire dal 2009 supera il 10% del PIL mentre il valore del debito pubblico si aggira attorno al 70% del PIL. Il caso italiano ha natura opposta. Il rapporto deficit/PIL è attorno al 4%, mentre il debito pubblico in quota di PIL è superiore al 120%.

A questi indicatori economici niente affatto 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 Tremonti – che si presenta come il guardiano della disciplina fiscale – e il premier Berlusconi – 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 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, nonostante sia coeso, a preoccupare i mercati.

Si vengono così a produrre ampliamenti improvvisi e violenti dello *spread*, che si accompagnano a diffusi crolli di borsa. Il 4 di agosto il MIB cala del 5%, molto più dei principali indici di borsa europei. Lo *spread* italiano si allarga in giornata da 350 a 390 punti base, mentre quello spagnolo raggiunge i 400 e quello francese sale a 87 punti base. 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%, un tasso assai vicino a quella soglia critica (7%), che una volta oltrepassata ha rapidamente costretto Grecia, Irlanda e

Portogallo a chiedere aiuti alla troika. Contemporaneamente, il rendimento dei titoli pubblici tedeschi scende al 2.5% per effetto di massicci afflussi di capitale in Germania alla ricerca di un “porto sicuro” (*safe haven*).

La ragione di fondo dello scetticismo dei mercati è la tendenza della leadership europea a tergiversare sulle decisioni cruciali, che dimostra quanto la crisi europea abbia anche una profonda radice politica. Tuttavia, la causa immediata 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. Dal momento che tutte le speranze degli investitori si concentrano sulla banca centrale, la sensazione di impotenza si diffonde e si manifesta una vera e propria crisi di fiducia generalizzata. Anche perché la BCE 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<sup>17</sup>. 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 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),

---

<sup>17</sup> Venerdì 5 agosto è un’altra giornata di passione: lo *spread* sui titoli italiani oltrepassa i 400 punti base e supera 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.

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 ritornare sui suoi passi. Il governo annuncia che verrà anticipato al 2013 il pareggio di bilancio. Inoltre, annuncia che verrà introdotto nella Costituzione l'obbligo del pareggio di bilancio attraverso la riforma dell'articolo 81<sup>18</sup>. Domenica 7 agosto si tiene una riunione straordinaria in teleconferenza del *Governing 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 al 5,35% mentre quello dei titoli spagnoli al 5,22%<sup>19</sup>.

L'effetto benefico della nuova politica di sostegno della BCE a vantaggio dei titoli spagnoli e italiani dura lo spazio di poche sedute. Il 10 agosto tutte le borse crollano. L'oro arriva a quotare 1770 dollari l'oncia. Il motivo è la voce di un declassamento dei titoli di Stato francesi (voci smentite dalle stesse agenzie di *rating*). Qualcuno sostiene che l'intervento della BCE in acquisto dei titoli spagnoli e italiani ha reso questi ultimi più sicuri e quindi ha spinto molti operatori a reinvestire in titoli pubblici italiani e spagnoli, uscendo dalle azioni (in particolare quelle delle banche). Queste ultime infatti potrebbero subire un peggioramento della profittabilità se la BCE, dopo aver aumentato i tassi all'inizio di luglio, decidesse di abbassarli nuovamente alla luce della nuova congiuntura.

Il 14 agosto il governo vara la manovra suggerita dalla BCE. L'entità è 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. 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 – come già ricordato nelle pagine precedenti – di aumentare l'IVA in anticipo (rispetto al piano originario che prevedeva l'aumento nel 2012) per ridurre il deficit al 5.9% nel corso del 2011. La manovra portoghese è approvata dalla troika che dà il via libera alla seconda tranche (pari a 11.5 miliardi di euro) del pacchetto di aiuti. 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

---

<sup>18</sup> Inoltre il governo annuncia che verrà nuovamente riformato il mercato del lavoro (introducendo quello che il ministro Sacconi chiama "statuto dei lavori").

<sup>19</sup> Nella stessa giornata di domenica, il presidente francese Sarkozy e la *Kanzlerin* Merkel approvano ufficialmente la scelta di anticipazione del pareggio di bilancio pubblico da parte dell'Italia. Ma soprattutto il futuro premier, Mario Monti, in un fondo sul Corriere della Sera afferma che il governo italiano è di fatto commissariato da Francoforte (BCE), Bruxelles (Commissione Europea) e Washington (FMI).

premier nelle elezioni indette per il 20 novembre. 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 governo di centro-destra (dato come sicuro alle elezioni indette per novembre) 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 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. 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. Rimane ancor 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* più alto di quello pagato dalla Spagna. Un fatto di non poco conto una volta ricordato che – prima dell'accelerazione della crisi – erano invece i titoli spagnoli a soffrire un maggior *spread* nei confronti del *Bund* pari a 70 punti base.

### **7 . Da Berlusconi a Monti**

Si apre una fase di lenta agonia dell'esecutivo Berlusconi – contrassegnata anche da momenti di tensione sui mercati finanziari quando lo *spread* supera la soglia dei 500 punti base – che si conclude agli inizi del mese di novembre. Il 16 Novembre si insedia il Governo Monti. La reazione dei mercati è ancora una volta incerta. Lo *spread* prima diminuisce e poi torna ad aumentare. Nell'arco di pochi giorni viene varata una nuova manovra (Decreto Salva Italia) che a regime dovrebbe produrre entro il 2014 una correzione ai conti pubblici di 25 miliardi. Se si aggiunge tale cifra all'entità delle due manovre predisposte dal precedente Governo si arriva a definire un intervento che nel complesso vale il 5% circa del PIL italiano.

La composizione della manovra di novembre non è dissimile da quella proposta dal Governo Berlusconi in agosto. La correzione di 25 miliardi entro il 2014 è ottenuta mediante minori spese (a regime) per 9,7 miliardi e maggiori entrate stimate in 15,7 miliardi. Le minori spese (di entità crescente nel corso del triennio) sono generate soprattutto da una serie di interventi sulle pensioni. Viene soppressa l'indicizzazione delle pensioni di entità almeno tripla rispetto alle pensioni minime. Vengono ridotti i trasferimenti a enti locali e a regioni a statuto speciale.

Sul fronte della maggiori entrate l'apporto più consistente è fornito dalla introduzione dell'IMU (la nuova versione della vecchia ICI), che dovrebbe garantire un gettito superiore agli 11 miliardi. Di non poco conto anche il contributo generato dalle maggiori accise sui carburanti, stimato in poco meno di 6 miliardi di Euro, e dall'addizionale regionale IRPEF, 2 miliardi. A ciò si aggiunge – per il solo anno 2012 – un aumento di due punti dell'aliquota IVA che dovrebbe generare gettito per circa 4 miliardi. Obiettivo principale del Decreto Salva Italia è il pareggio di bilancio entro il 2013, nel rispetto degli impegni assunti nei confronti dell'Unione Europea, attraverso il conseguimento di un avanzo primario pari al 5,5% del PIL nel corso del 2013. Nonostante lo sforzo profuso il 13 gennaio 2012 S&P decide un *downgrading* del rating sovrano italiano e di altri 8 paesi dell'area Euro – tra cui Francia e Spagna<sup>20</sup>. I mercati finanziari sono ancora una volta scossi. Ne derivano ripercussioni di non poco conto anche per il funzionamento del Fondo Salva Stati<sup>21</sup>.

Qualche giorno dopo il Governo Monti presenta la seconda parte dei suoi interventi, contenuti nel cosiddetto pacchetto “Cresci Italia”. Dopo le misure di austerità fiscale, il nuovo governo presenta un piano di riforme strutturali – incentrate su un diffuso piano di liberalizzazioni e di semplificazioni – volte a creare le condizioni utili per riavviare la crescita, ormai sempre più anemica. La prima fase di interventi riguarda la liberalizzazione di numerose attività protette, soprattutto nel settore dei servizi, mediante l'eliminazione di barriere all'entrata e di tariffe minime nello svolgimento di svariate professioni (taxisti, farmacisti, avvocati, etc..). Contemporaneamente vengono presentate misure rivolte a liberalizzare settori in cui agiscono attori di dimensioni maggiori, che dovrebbero garantire effetti sul prodotto interno lordo ben più cospicui; e anche provvedimenti di semplificazione delle procedure, che cercano di ridurre il peso della burocrazia nello svolgimento di qualsiasi attività al fine di eliminare uno dei fattori che ostacolano maggiormente la capacità di fare impresa in Italia<sup>22</sup>. Infine, entrano nell'agenda di governo anche una serie di misure relative al mercato del lavoro<sup>23</sup> – con il duplice obiettivo di ridurre le rigidità esistenti e aumentare il grado di partecipazione della popolazione in età lavorativa alla forza lavoro – e al controllo della spesa pubblica<sup>24</sup>.

Per la prima volta dopo molti anni in Italia viene avviato un processo di riforme sistematico<sup>25</sup>. E' del tutto evidente che la crisi giochi un duplice, contrastante effetto sullo svolgimento del processo riformista. Da un lato, la crisi agisce come *fattore scatenante*: non casualmente Mario Draghi, Governatore della BCE, arriva provocatoriamente a definire lo *spread* come

---

<sup>20</sup> Peraltro S&P individua nelle difficoltà crescenti vissute dalla politica europea e dalle istituzioni politiche europee uno dei principali fattori di debolezza della sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi caratterizzati dal *downgrading*.

<sup>21</sup> Per una discussione più approfondita di questo punto rinviamo al capitolo 5 curato da Angelo Baglioni.

<sup>22</sup> Non casualmente l'Italia figura attorno alla 90esima posizione nella speciale classifica “*Ease of Doing Business*” stilata annualmente dalla World Bank

<sup>23</sup> Alla possibile modificazione dell'art.18 dello Statuto dei Lavoratori si affianca la possibile soppressione di numerose forme contrattualistiche che, dopo la riforma Biagi-Treu, sono andate proliferando e hanno concorso a determinare una vera e propria segmentazione di mercato del lavoro, sempre più diviso tra soggetti tutelati e quelli (per lo più giovani) privi di garanzie.

<sup>24</sup> Si tratta in tal caso di ridare vigore al processo di *Spending review* già avviato a suo tempo da Padoa Schioppa.

<sup>25</sup> Al momento le riforme proposte vanno più nella direzione di modificare in senso pro-competitivo la regolazione esistente che non nel senso di realizzare una compiuta e totale operazione di liberalizzazione fondata su una libera entrata sui mercati.

“motore delle riforme”. L'emergenza nazionale in cui si viene a trovare un paese come l'Italia potrebbe infatti facilitare il superamento di veti incrociati e di resistenze da parte di chi si sente discriminato da tali provvedimenti. In altre parole, la crisi può concorrere a rendere più accettabile il pacchetto di riforme proposte – in quanto percepite come misure ineludibili senza le quali la situazione economica si aggraverebbe ulteriormente. Dall'altro, la crisi gioca un *ruolo di freno* all'adozione delle riforme. L'accentuazione della fase recessiva potrebbe infatti spingere intere categorie di operatori ad aumentare la resistenza al cambiamento – che verrebbe ritenuto responsabile del deterioramento della loro condizione. Dal momento che è irrealistico assumere che le riforme possano produrre effetti positivi in tempi brevi, la concreta realizzazione di tali provvedimenti sarebbe posta seriamente in dubbio qualora le tensioni sociali crescessero<sup>26</sup>.

### 8. La congiuntura più recente

L'evoluzione più recente dello scenario macroeconomico europeo non aiuta a sciogliere i dubbi riguardanti l'esito del processo di riforme, non solo in Italia ma anche in altri paesi PIGS come la Spagna ove – dopo l'insediamento del nuovo governo guidato da Mariano Rajoy – si sta delineando un analogo processo riformista o come in Grecia – dove invece il tentativo di riformare una parte importante del sistema economico è iniziato già nel giugno 2010.

Nell'area PIGS (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna) la crescita è la grande assente degli ultimi trimestri. Il livello del prodotto è ancora oggi inferiore a quello raggiunto nel 2008, prima dello scoppio della crisi<sup>27</sup>. Inoltre il suo tasso di crescita è destinato a rimanere negativo ancora per diverso tempo. Il Fondo Monetario Internazionale prevede per il 2012 una recessione in Italia (-2,2%) e Spagna (-1,7%) e avverte che il combinato disposto di maggiori tassi e di diffuse manovre di consolidamento fiscale<sup>28</sup> comporteranno per buona parte dei PIGS due anni di forte flessione dell'attività produttiva. Alla caduta della domanda interna nazionale si sommerebbe l'impossibilità di sfruttare un andamento più dinamico della domanda estera – frenata dalla generalizzata caduta di domanda che si sta manifestando nell'intera regione europea. Non è un caso che persino la Germania, nonostante il forte guadagno di competitività acquisito nei confronti dell'area PIGS, stia andando incontro a un severo rallentamento del proprio ciclo. Attualmente si prevede una crescita annuale in Germania per il 2012 inferiore allo 0,5%.

La natura complessa della congiuntura europea dipende anche e soprattutto da come verrà risolto il dilemma posto dall'azione di consolidamento fiscale. I paesi in difficoltà devono

---

<sup>26</sup> E' importante ricordare come Monti stesso – dopo il *downgrading* deciso da S&P – inviti i partner europei (e in particolare il governo tedesco) a fare tutto il possibile per favorire una riduzione del costo dell'indebitamento dei sovrani in difficoltà al fine di evitare un *powerful backlash*.

<sup>27</sup> Una statistica utile a comprendere l'onere della crisi è quella ottenuta comparando i livelli di PIL attuali a quelli esistenti prima dello scoppio della crisi. Il PIL di Grecia e Irlanda è inferiore quasi del 10% al livello raggiunto all'inizio del 2008. L'Italia registra invece una perdita cumulata del 5% circa, superiore a quella di Spagna e Portogallo (3,5%).

<sup>28</sup> Secondo le ultime stime della Commissione Europea, nel corso del 2011 il deficit pubblico dell'Eurozona risulterà pari al 4,3%, un dato assai inferiore a quello raggiunto nel biennio 2009-2010, che conferma la tendenza in atto verso una politica diffusa di consolidamento fiscale che ovviamente limita l'evoluzione della domanda interna nell'Eurozona.

agire su una riduzione del deficit per limitare l'accumulo di debito pubblico, ma al tempo stesso devono impegnarsi a far ripartire la crescita – senza la quale il debito diventerebbe insostenibile. Lo snodo cruciale diventa quello di riuscire a dosare in maniera ottimale la quantità e la tempistica del consolidamento. Come sostiene Blanchard capo-economista del Fondo Monetario Internazionale “*Un consolidamento troppo rapido, se l'economia rallenta, potrebbe esacerbare i rischi di crisi*”. Uno dei problemi principali con cui confrontarsi è ancora una volta costituito dalla reazione dei mercati, riguardante l'andamento dei tassi di interesse e, quindi, dello *spread*.

#### **BOX L'andamento dello *spread* BTP-Bund**

Ancora ad aprile 2011 lo *spread* BTP-Bund (Fig.1) si manteneva su livelli (125 punti base) assolutamente compatibili con una condizione sostenibile della finanza pubblica italiana. In seguito, con l'accentuarsi delle difficoltà, lo *spread* inizia un'ascesa quasi inarrestabile. Alla fine di giugno viene oltrepassata la soglia dei 200 punti; a metà luglio è sorpassato il limite di 300, mentre agli inizi di agosto viene sfondata la barriera dei 400 punti base. Il massimo viene toccato agli inizi di novembre: il giorno 9 lo *spread* raggiunge i 574 punti. Da quel momento inizia un andamento altalenante. Ai primi di dicembre è vicino ai 360 punti base, per tornare a quota 520 alla fine del 2011.

E' interessante notare come lo *spread* risponda in modo positivo ai primi interventi svolti dalla BCE nell'ambito del *Securities Market Program* – quando nei primi giorni di agosto la Banca Centrale decide di acquistare titoli pubblici italiani e spagnoli, per sostenere i prezzi. L'effetto dei successivi interventi è invece molto meno incisivo. La nuova ascesa dello *spread* nel mese di dicembre – un fenomeno che non coinvolge solo il debito italiano – dimostra la diffusa presenza di timori legati alla natura sistemica della crisi, nonostante gli interventi svolti. La svolta sembra manifestarsi con l'inizio dell'anno nuovo e con la presentazione del pacchetto di misure dedicate alla crescita. Il 27 gennaio l'asta dei BOT a 3 e 6 mesi è un successo. Vengono collocati 11 miliardi di titoli a tassi dimezzati rispetto al livello toccato a novembre. Il rendimento del decennale ne risente positivamente e cala al 5,87%. Lo *spread* torna al di sotto dei 400 punti base.

Se i mercati reagiscono negativamente agli annunci dei governi – perché ritengono poco credibili le politiche o i responsabili delle politiche economiche – si attuano manovre che hanno un impatto restrittivo esacerbato dalle conseguenze indotte da tassi di interesse più (e non meno) elevati. Il combinato disposto di un rallentamento nella dinamica del prodotto e di maggiori tassi di interesse rischia di vanificare qualsiasi effetto sui saldi del bilancio pubblico (per via delle maggior spese per interessi unite alla minori entrate da recessione), rendendo necessarie altre manovre. Si entra in un circolo vizioso assolutamente pericoloso.

\_°\_°\_°\_

Quanto evidenziato nelle pagine precedenti dimostra la presenza di notevoli fragilità e squilibri nell'Eurozona ben prima dello scoppio della crisi finanziaria globale. 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. Due sono le questioni rilevanti che occorre a questo punto chiarire. In primis, come si sono determinati questi squilibri e queste fragilità. In seguito, quali sono le possibile via d'uscita per evitare che la crisi attuale degeneri in una vera e propria disintegrazione dell'unione monetaria. A questi due aspetti dedichiamo i capitoli che seguono.

### **Bibliografia:**

Bordo, M. e Jonung, L.(2003), The future of EMU: What does the history of monetary unions tell us?, in F. Capie, F. e Wood, G. (a cura di), Monetary Unions. Theory, History, Public Choice, Londra, Routledge.

Commissione delle Comunità Europee (1990), One market One money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, European Economy, No.44.

De Grauwe, P. (2011a), European Monetary Union The New Palgrave Dictionary of Economics, Online Edition Palgrave Dictionary of Economics.

Rockoff H. (2000),How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area?, NBER Historical Paper no.124.

Rose, A. (2007), Checking out. Exits from currency unions, CEPR Discussion Paper no.6254.

Rossi, S. (2010), Aspetti della politica economica italiana dalla crisi del 1992-93 a quella del 2008-09, Roma, Banca d'Italia.

Spaventa, L. e Chiorazzo, S. (2000). Astuzia o virtù? Come accadde che l'Italia fu ammessa all'Unione monetaria, Roma, Donzelli Editore.