



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2010

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Tiziana Assenza e Giovanni Verga (cap. 1), Angelo Baglioni e Domenico Delli Gatti (cap. 2), Flavia Ambrosanio (cap. 3).

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 18 giugno 2010 ad eccezione del capitolo 3 chiuso con le informazioni disponibili al 14 giugno 2010.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

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

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

TROPPO DEBITO ♦

L'instabilità finanziaria che da tre anni caratterizza l'economia globale ha molte cause e molte conseguenze. La più preoccupante sembra essere data dal circolo vizioso che si è continuato ad osservare in una situazione di eccessivo debito (privato e/o pubblico), principalmente curata con...un aumento del debito! I paesi che hanno sempre più debito ne sono frenati nella loro crescita economica e ciò aggrava la situazione, perché quel debito risulta ancor meno sostenibile. Come si esce da questo circolo vizioso?

Anzitutto, due chiarimenti. Rileva che all'origine il debito eccessivo fosse *privato* (famiglie e/o imprese) o *pubblico* (stato e/o enti locali)? Sappiamo dalla teoria economica che le conseguenze saranno inizialmente diverse in termini di "spiazzamento" della spesa privata e/o di deficit dei conti con l'estero. Ma è anche chiaro¹ che al di là del breve periodo – e della rilevanza del singolo meccanismo di trasmissione – ciò che conta sia il debito complessivo, somma di debito pubblico e privato. Da questo punto di vista, non sono veri rimedi i salvataggi grazie ai quali nuovo debito pubblico sostituisce debito privato altrimenti eccessivo: il risultato finale non cambia.

Il secondo aspetto da sottolineare riguarda il rilievo che è di solito dato alla riduzione del debito eccessivo come condizione preliminare perché l'economia riprenda a crescere. Siamo sicuri che quella sia la direzione causale prevalente, da un punto di vista analitico e politico, e non sia vero il contrario, cioè che solo destinando al risanamento del debito le nuove risorse ottenute dalla crescita del reddito, il

processo in questione possa davvero convergere ad un equilibrio migliore?

Osservando la situazione dell'economia italiana negli ultimi quindici – e poi in particolare negli ultimi tre anni – sono evidenti tre cose:

- i) una progressiva decelerazione nella crescita del reddito nazionale. Come negli altri paesi della zona-euro - ma più di quanto avviene nella loro media - l'economia italiana cresce sempre meno.
- ii) Dopo un iniziale straordinario sforzo di riduzione del deficit e del debito pubblico, la situazione è rimasta sostanzialmente immutata: si interviene ogni anno con tagli che servono solo ad evitare il peggio, mai a garantire il meglio.
- iii) Mentre sono ben evidenti i "costi" della partecipazione all'area monetaria dell'Euro, non ne risultano conseguiti in egual misura anche i "benefici" (a suo tempo dimostrati essere, in teoria, superiori ai costi)!

Date queste tendenze, ci sono due evidenti problemi. Anzitutto, l'elevata probabilità che la nostra ripresa continui ad essere anche nei prossimi anni solo *export-led*. In secondo luogo, il rischio che le "manovre" correttive del deficit pubblico continuino ad essere più minacciate che realizzate, contribuendo così al pessimismo delle famiglie che frena la ripresa della domanda interna.

Come riusciamo a conseguire il duplice obiettivo di: a) tornare a crescere e b) ridurre deficit e debito pubblico? Bisognerebbe anzitutto convincersi che una ripresa significativa, con i desiderati effetti sull'occupazione e sulla crescita delle nostre aree più arretrate, non verrà mai ottenuta se non facciamo abbastanza per

♦ A cura di Giacomo Vaciago.

¹ Vedi la mia "Fowler Hamilton Lecture" tenuta a Oxford il 13 novembre 1992 e pubblicata come *Public versus Private Debt*, BNL Quarterly Review, September 1993.



meritarla². In altre parole, il ritorno ad un sentiero di crescita medio annuo dell'ordine del 2-3% del reddito nazionale non si realizza per caso. Ed è peraltro l'unico scenario che, quando ottenuto, genera le risorse che possono bastare a riequilibrare la finanza pubblica, se questo obiettivo continuerà ad avere la necessaria priorità. L'evidente pericolo - se invece quell'obiettivo non riceve sufficiente priorità - è quello di proseguire come negli ultimi anni: la crescita economica è scarsa e la finanza pubblica non è in equilibrio, dopo di che le due cose interagiscono negativamente peggiorandosi a vicenda.

La manovra appena decisa dai Governi europei, compreso il nostro, vuole riportare nei prossimi due anni i deficit pubblici di tutti i paesi sotto il limite fissato a Maastricht (1992) del 3% del PIL. E' stata decisa come risposta alla crisi dei mercati finanziari dell'Euro, soprattutto perché questa volta la crisi ha riguardato non solo le borse o i valori dei titoli pubblici, ma le fondamenta stesse del sistema avviato dieci anni fa. Abbiamo rivisto la paura contagiare il mercato interbancario come dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008, è cioè tornato il timore di qualche imminente importante fallimento bancario. Mentre sui mercati si diffondevano le voci - a volte smentite e a volte no (e non sai quale delle due cose sia peggio!) - della prossima uscita di questo o quel Paese dell'area dell'Euro.

Come si torna alla normalità? Scartando l'ipotesi che ci sia qualche soluzione miracolosa facile da ottenere, è chiaro che il ritorno alla normalità significa il puntuale e coordinato duplice impegno comune dei 16 paesi dell'Euro: tornare a crescere, e destinare i frutti della crescita ad una

significativa, sistematica, prolungata riduzione del debito. Potrà essere valutata l'importanza - a tal fine - di una norma costituzionale *ad hoc* come quella adottata l'anno scorso dalla Repubblica federale di Germania (per inciso, dov'eravamo noi italiani quando il precedente Parlamento tedesco faceva quella riforma?). Ma anche senza riforma della Costituzione, il messaggio politico (e analitico) di questa crisi è chiaro: il nuovo debito cui non corrisponde un'equivalente accumulazione di ricchezza è un onere lasciato alle future generazioni in modo quanto meno miope. E' l'evidente simbolo della crisi della politica, che da anni si limita a rinviare nel tempo i problemi che non riesce a risolvere, rinfacciandone la responsabilità ai mercati finanziari.

² Come scrivevo cinque anni fa: "la crescita deve essere: fortemente voluta; attivamente cercata; quotidianamente perseguita" (vedi *Per tornare a crescere*, con Ivo Ferrario, Il Sole 24 ore, Milano 2005, pag. 74).

SINTESI

Il primo capitolo esamina l'andamento del quadro macroeconomico internazionale. La congiuntura mondiale è attualmente caratterizzata dalla presenza di una ripresa a due velocità. Da un lato vi sono le economie emergenti che – dopo aver subito una forte recessione – tendono a crescere a ritmi molto sostenuti nell'attuale fase di ripresa del ciclo. Per i paesi avanzati, invece, la fase di recupero dopo la recessione sta avvenendo molto più lentamente, secondo un profilo più prossimo a quello di una ripresa a “U” allungata. In tale scenario anche la dinamica inflazionistica rimane (leggermente) asimmetrica; a un tasso di inflazione decisamente contenuto all'interno delle economie avanzate si accompagna una situazione più variegata all'interno dei BRICs. Negli ultimi 12 mesi, in Russia l'inflazione al consumo si è dimezzata, in Brasile è rimasta costante mentre in India e Cina si è registrata una certa accelerazione. Nel complesso, il potenziale inflazionistico dello scenario congiunturale attuale non è da considerarsi preoccupante. La gestione della politica monetaria da parte della BCE – cui viene dedicata la seconda parte del capitolo introduttivo – continua ad essere caratterizzata dalla politica di *enhanced credit support* volta a garantire un'elevata liquidità alle banche e a mantenere l'Euribor su livelli inferiori al Repo. A tal fine sono state allungate le durate delle operazioni a più protratta scadenza dell'Eurosistema. Nel corso delle ultime settimane l'accentuarsi della crisi greca ha spinto la BCE a compiere operazioni sui titoli del debito pubblico greco, provocando non poche reazioni tra gli analisti e favorendo anche un indebolimento dell'Euro sul mercato valutario.

Il secondo capitolo analizza l'evoluzione della crisi greca e le sue implicazioni per gli altri paesi dell'area euro. La crisi è esplosa nell'ottobre del 2009, quando il nuovo governo ha drammaticamente rivisto al rialzo le stime relative al disavanzo pubblico rese note dal precedente governo. Ciò ha avuto un impatto dirompente sui mercati finanziari, ponendo seri dubbi sulla sostenibilità delle finanze pubbliche greche e sulla credibilità delle informazioni rilasciate. Dopo una faticosa trattativa si è arrivati ad un accordo sul sostegno finanziario, condizionale ad un programma di aggiustamento fiscale. I ritardi e le incertezze nella definizione dell'accordo hanno accresciuto l'instabilità dei mercati finanziari ed i costi dell'aggiustamento per la Grecia. Il sistema bancario greco è esposto ad una crisi di liquidità, che si è già manifestata con il ritiro dei finanziamenti sui mercati internazionali all'ingrosso. Un sostegno determinante è venuto dalla BCE, che per questa via si è accollata un notevole rischio di credito. I pericoli di contagio agli altri paesi dell'area euro con alti debiti pubblici (Spagna, Portogallo, Irlanda, Italia) sono testimoniati dalla correlazione tra i CDS *spreads* di questi paesi e quelli della Grecia, a partire dall'inizio di quest'anno. Gli effetti negativi di *spillover* investono anche i paesi creditori, i cui sistemi bancari sono esposti verso la Grecia; ciò si riflette nelle tensioni che ricominciano ad apparire sul mercato interbancario europeo. La speculazione finanziaria non è all'origine della crisi, che invece deriva da problemi fondamentali; iniziative regolamentari quali il divieto di *short selling* sono inutili o addirittura controproducenti. Per il futuro, occorre prevedere non solo un rafforzamento della disciplina e del coordinamento fiscale, ma anche un controllo delle divergenze strutturali tra le economie dell'area euro. L'Europa deve anche



dotarsi di un disegno istituzionale per la gestione delle crisi dei debitori sovrani.

Il terzo capitolo è dedicato all'analisi delle condizioni della finanza pubblica italiana. Nel corso del 2009 lo stato dei conti pubblici in Italia è ulteriormente peggiorato, nonostante l'azione discrezionale del Governo sia sempre stata orientata in senso restrittivo. Nel 2010, il quadro non si presenta molto diverso, ma il rapporto debito/PIL è previsto ancora in aumento. Lo scorso 31 maggio, il Governo ha varato un decreto legge, per anticipare le misure correttive per il triennio 2011-2013 e riportare il rapporto disavanzo/PIL al di sotto del 3%. Secondo le stime ufficiali, la manovra produrrebbe, se approvata nella sua interezza, una riduzione dell'indebitamento netto pari a circa 12 miliardi di euro nel 2011 e a circa 25 miliardi nel 2012 e nel 2013.

Ma sussistono molti dubbi e perplessità. Dal lato delle entrate, circa il 90% dei maggiori introiti è atteso dalla lotta all'evasione, dunque si tratta di entrate difficilmente quantificabili *ex ante* con precisione, il che vuol dire che non c'è nessuna garanzia che effettivamente si realizzino a consuntivo per gli importi indicati.

Anche dal lato della spesa, sussistono rilevanti margini di incertezza sull'effettivo conseguimento dei risparmi programmati. Ad esempio, ancora una volta si introducono tagli lineari alle spese correnti dei Ministeri, che in passato non hanno dato gli esiti sperati, ed inoltre, molte delle misure proposte non incidono sulla dinamica strutturale della spesa, come il blocco delle retribuzioni dei dipendenti pubblici.

Qualche preoccupazione destano anche gli effetti della stretta sugli enti locali; non è pertanto improbabile che i comuni si vedano costretti ad agire sul fronte dei servizi offerti ai cittadini e/o ad aumentare le tariffe ed i tributi che possono gestire in autonomia. Infine, l'obiettivo del potenziamento della dotazione di infrastrutture del Paese si scontra con il taglio delle spese di investimento che raggiunge circa i 3 miliardi di euro nel triennio.

In sintesi, le ombre della manovra sovrastano di gran lunga le luci. E non si può escludere la necessità di ulteriori interventi per conseguire la riduzione del rapporto deficit/PIL al di sotto del 3%.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO ♦

1. Dalla Grande Recessione alla crisi greca

Dopo lo scoppio della Crisi Finanziaria Globale, nel corso del 2009 abbiamo assistito ad una diminuzione del livello produttivo di circa il 2,5% negli USA, del 4% nell'area Euro e del 5% in Italia. Sul fronte delle economie emergenti, invece, il prodotto ha continuato a crescere ma a tassi molto più contenuti rispetto al periodo pre-crisi.

Le autorità monetarie e i governi delle maggiori economie, sia nel mondo industrializzato sia in quello emergente, hanno attuato politiche economiche volte ad arginare il collasso dei mercati finanziari e a sostenere la domanda aggregata. Sul piano fiscale, l'armamentario keynesiano, abbandonato nei decenni finali del secolo scorso – cioè nel periodo della Grande Inflazione – è stato precipitosamente riesumato per fornire uno stimolo a economie stremate dalla crisi finanziaria.

Tutti i paesi colpiti duramente dalla recessione hanno quindi sperimentato una tendenza crescente del rapporto debito pubblico/PIL – sia per l'operare degli stabilizzatori automatici e dei pacchetti di stimolo, sia per la caduta del PIL reale e dell'inflazione – e si sono quindi ritrovati a dover pensare ad una *exit strategy* dagli squilibri di finanza pubblica. Il problema non è mai stato *se* fosse opportuno un consolidamento fiscale ma *quando* metterlo in atto.

Nel precedente numero di OM avevamo auspicato che venisse evitata una correzione prematura in senso restrittivo sia della politica fiscale che di quella monetaria. L'esplosione della crisi greca – una crisi del debito sovrano dai tratti tipici delle crisi dei paesi emergenti scoppiata nel cuore del mondo avanzato (ce ne occuperemo nel prossimo

capitolo di questo numero di OM) – ha imposto una accelerazione e una anticipazione della *exit strategy* fiscale, non solo in Grecia ma anche nel resto d'Europa. La crisi del debito sovrano, infatti, ha lambito anche i paesi più deboli dell'Eurozona, i cosiddetti PIIGS¹. All'inizio di giugno, abbiamo in seguito assistito ad una replica della crisi greca nella variante ungherese: il nuovo governo di centro-destra di Budapest ha mandato in tilt i mercati finanziari annunciando condizioni effettive di finanza pubblica molto peggiori di quelle rese pubbliche dal governo precedente di centro-sinistra e non escludendo il rischio insolvenza. Il rischio sovrano si starebbe diffondendo quindi al di là dell'Eurozona, in paesi che avevano già manifestato segni di stress finanziario nel corso del 2008.

L'approccio keynesiano è tornato quindi nuovamente in secondo piano. Di nuovo l'enfasi è tornata sull'esigenza di circoscrivere il ruolo dello Stato nell'economia. Nel dibattito pubblico è tornato di moda pensare che l'intervento dello Stato sia il problema, non la soluzione, facendo finta di dimenticare che l'incremento talvolta impressionante dei deficit pubblici e la tendenza all'aumento del debito in rapporto al PIL non è stato determinato dall'intrinseca tendenza all'inefficienza e allo spreco del settore pubblico. Piuttosto è stato finalizzato – generalmente con successo – alla stabilizzazione macroeconomica per fronteggiare le conseguenze di una crisi finanziaria spesso indotta da comportamenti insostenibili posti in essere dal settore privato.

Per il 2010 si prevede un andamento differenziato della dinamica produttiva. In particolare si attendono dei tassi di crescita molto elevati per i paesi emergenti, soprattutto in Cina; una crescita significativa per quanto concerne gli USA ed il

¹ Alternativamente, usando un acronimo non meno evocativo e lievemente razzista, GIPSI: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia.

♦ A cura di Tiziana Assenza e Giovanni Verga.



Giappone, mentre le previsioni sono molto più pessimiste per l'Europa, dove si stima una crescita del prodotto debole, ancora decisamente inferiore a quella pre-crisi.

2. La ripresa continua ...(?)

Nella TAB. 1 si presenta il tasso di crescita congiunturale del PIL nei principali paesi industrializzati per gli ultimi tre trimestri del 2009 e il primo trimestre del 2010.

TAB. 1 - Tassi di crescita congiunturale (valori percentuali) del PIL nei principali paesi industrializzati

	II-09	III-09	IV-09	I-10
USA	-0.2	0.6	1.4	0.7
Giappone	0.7	0.3	0.9	1.2
UK	-0.7	-0.2	0.1	0.3
Euro A.	-0.1	0.4	0.1	0.2
Francia	0.3	0.2	0.6	0.1
Germania	0.4	0.7	0.0	0.2
Italia	-0.5	0.6	-0.3	0.4

Fonte: Eurostat

Così come per il 2009, anche durante il primo trimestre del 2010 i dati evidenziano un miglioramento del panorama congiunturale in Europa, Gran Bretagna e Giappone. Per quanto riguarda gli USA, il dato congiunturale evidenzia un rallentamento rispetto allo scorcio finale del 2009. Rimane pur sempre vero che gli USA continuano a crescere più rapidamente rispetto agli altri paesi industrializzati dell'Eurozona. Il tasso di crescita congiunturale (annualizzato) del PIL americano nel I-10 è pari al 3% circa, contro lo 0,8% dell'area Euro. Dai dati presentati in TAB. 1 si nota un'accelerazione del ciclo per quanto riguarda il Giappone, passato (su base congiunturale annualizzata) dal 3,8% del IV-09 al 5% nel I-10.

Per quanto concerne l'Eurozona nel IV-09 la Germania si era fermata, l'Italia era arretrata, la Gran Bretagna aveva fatto solo un piccolo passo in avanti. Soltanto la Francia mostrava un tasso di crescita che poteva essere definito soddisfacente.

La situazione sembra essersi capovolta se si osservano i dati del primo trimestre del 2010. Infatti il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL tedesco, che era nullo nel IV-09, è divenuto pari allo 0,6% nel I-10. I dati sembrano molto positivi per l'Italia che da un -1,2% del IV-09 cresce dello 2,1% nel I-10. La Gran Bretagna continua a crescere molto lentamente, mentre per quanto riguarda la Francia il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL diminuisce dal 2,4% del IV-09 allo 0,5% del I-10.

Dall'osservazione dell'andamento dei principali indicatori congiunturali si nota che la maggior parte delle economie mondiali ha sperimentato il punto di minimo della recessione nella seconda metà del 2009. Tuttavia, confrontando i dati dei livelli produttivi a fine 2009 con il massimo del 2008, si nota come i paesi emergenti siano oramai largamente al di sopra dei precedenti massimi, mentre le economie avanzate continuano ad arrancare. Emerge una fondamentale diversità in termini di tempi di recupero dei paesi emergenti da un lato e delle economie avanzate dall'altro. I primi hanno sperimentato un andamento a "V", ossia sono costituiti da economie che dopo aver subito una forte recessione adesso tendono a crescere a ritmi molto sostenuti nella fase di ripresa del ciclo. Per i paesi avanzati, invece, la fase di recupero dopo la recessione sta avvenendo molto più lentamente, secondo un profilo più prossimo a quello di una ripresa a "U" allungata.. Pertanto, il problema principale per queste economie non è più il fatto che esse abbiano attraversato un periodo di recessione più o meno acuta, ma il fatto che non riescono a recuperare ad

un ritmo sostenuto. A questo punto il pericolo maggiore è che la crisi possa divenire di carattere strutturale causando una diminuzione permanente del ritmo di crescita del prodotto.

Un ruolo fondamentale nella fase di ripresa del ciclo è stato giocato da un lato dalle spinte delle politiche di bilancio, tramite un impulso alla domanda, e dall'altro dalla politica monetaria che ha sostenuto i mercati finanziari. Tuttavia, nei prossimi mesi (alcuni di) questi elementi di sostegno verranno attenuati. Pertanto, solo dopo l'estate sarà possibile stabilire se il ciclo appena iniziato sarà quello di chiusura della peggiore recessione dal dopoguerra. Inoltre, la seppur lenta ripresa dell'attività produttiva non ha ancora mostrato effetti positivi sul tasso di disoccupazione confermando i timori (espressi da più parti agli inizi del 2009) di una *jobless recovery*.

Le previsioni attualmente disponibili per il 2011 evidenziano un tasso di crescita del PIL positivo ma di entità modesta per Gran Bretagna, Giappone ed Eurozona (al di sotto o pari al 2%). Per quanto concerne gli USA questo si aggira attorno al 3%.

Nella TAB. 2 sono riportate le stime per il 2010 e le previsioni per il 2011 mettendole a confronto con il dato storico del 2008-2009.

TAB. 2 - PIL: tassi di crescita (valori percentuali medi annui)

	2008	2009	2010	2011
USA	0.4	-2.4	3.3	3.0
Giappone	-1.2	-5.4	2.7	1.7
UK	0.5	-4.7	1.3	2.1
Eurozona	0.5	-4.0	1.1	1.3
Francia	0.3	-2.2	1.4	1.4
Germania	1.3	-5.0	1.7	1.6
Italia	-1.0	-4.8	0.9	1.1

Fonte: contabilità nazionale per il dato storico e previsioni di consenso per il 2010 e 2011.

Come accennato precedentemente, la situazione è ben diversa nei paesi emergenti. Nel corso del primo trimestre del 2010 Cina e India sono cresciute a un ritmo molto sostenuto: la Cina ad un tasso superiore all'11% tendenziale, mentre l'India al ritmo dell'8,6%. Il Brasile che aveva sperimentato una fase di contrazione nel III-09 (-1,2%) ha avviato una notevole fase di ripresa nell'ultimo trimestre del 2009 (4,3%). Anche la Russia, in fase di contrazione nel III-09 e IV-09 (con tassi rispettivamente pari a -8,9% e -3,8%) sta sperimentando una ripresa nel primo trimestre del 2010 (+4,5%). Pertanto gli emergenti stanno certamente continuando a dare un contributo positivo allo sviluppo del PIL mondiale. Mediamente le economie dei paesi emergenti sono cresciute ad un tasso del 6% nel corso del I-10, mentre i paesi industrializzati nel loro complesso hanno messo a segno una espansione di circa 2 punti percentuali. Di conseguenza, il PIL mondiale nel primo trimestre del 2010 è aumentato di circa il 4%.

Sembrano confermate le aspettative secondo cui per la fine del 2010 ci si attende una crescita del PIL mondiale ad un tasso paragonabile o addirittura superiore a quello del 2008 che si aggirava attorno al 3%.

3. Inflazione

In TAB. 3 sono presentati i dati relativi al tasso di inflazione tendenziale per i principali paesi industrializzati ed emergenti, in particolare si mettono a confronto il dato più recente relativo al tasso di crescita tendenziale dei prezzi al consumo e quello registrato un anno addietro nello stesso mese.

Negli USA l'inflazione al consumo rimane ampiamente sotto controllo (2,2% tendenziale ad aprile); un andamento che porta decisamente a escludere la possibilità che l'inflazione acceleri

nei prossimi mesi. Anche per l'Eurozona i dati sono rassicuranti con un tasso di inflazione tendenziale pari all'1,6% a maggio. Negli USA un anno fa l'inflazione al consumo era pari a -0,7% mentre era praticamente nulla nell'Eurozona.

Per i BRIC la situazione è più variegata: mentre in Russia l'inflazione al consumo si è addirittura dimezzata, in Brasile è rimasta costante mentre in India e Cina si è registrata una certa accelerazione. Nel complesso, il potenziale inflazionistico dello scenario congiunturale attuale non è da considerarsi preoccupante, soprattutto tenendo conto degli scenari previsivi di consenso che erano stati prodotti verso la fine del 2009.

TAB. 3 - Tassi di inflazione tendenziale nei principali paesi industrializzati ed emergenti

	aprile 2010	aprile 2009
Stati Uniti	2.2	-0.7
Giappone	-1.2	-0.1
UK	3.7	2.3
Area Euro	1.6*	0
Francia	1.7	0.1
Germania	1.2*	0
Italia	1.4*	0.8
Spagna	1.5	-0.2
Brasile	5.3	5.5
Russia	6.0*	12.3
India	13.3	8.7
Cina	2.8	-1.5

Nota: un asterisco indica che il dato è riferito a maggio 2010.

4. USA: ripresa rallentata?

In TAB. 4 sono riportati i tassi di crescita di variazione percentuale congiunturale annualizzata delle principali componenti della domanda aggregata dal II-09 al I-10. E' evidente come i segni della contrazione avvenuta tra il 2008 ed il 2009 sono ancora presenti nel II-09. I trimestri successivi segnalano invece un progressivo allentamento della morsa della recessione. Sul

finire del 2009, la dimensione della ripresa diventa quasi eccezionale (+5,6% nel IV-09). Nel primo trimestre del 2010, tuttavia, si ha un rallentamento della ripresa che impatta su tutte le principali componenti della domanda aggregata. Il tasso di variazione percentuale congiunturale annualizzata del PIL passa infatti dal 5,6% nel IV-09 al 3% nel I-10 per effetto di un buon incremento dei consumi privati (+3,5%) – come mostrato in FIG. 1 – e di una dinamica degli investimenti che benché più che buona in senso assoluto è decisamente modesta se paragonata alla performance del trimestre precedente – come mostrato in FIG. 2.

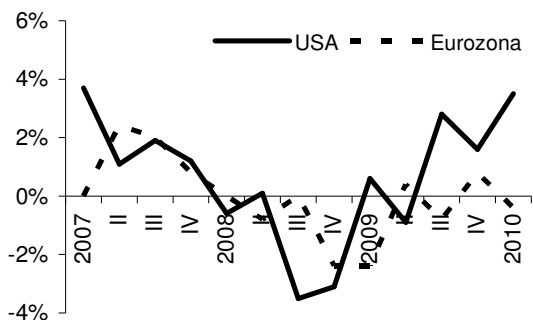
Dai dati in TAB. 4 si evince infatti una notevole inversione di marcia degli investimenti lordi nel primo trimestre del 2010. Se il loro tasso di crescita era aumentato di circa il 40% tra il terzo ed il quarto trimestre del 2009, questo si è successivamente ridimensionato di circa 30 punti percentuali tra il IV-09 ed il I-10 (si veda la FIG. 3). Nello stesso arco temporale osserviamo un'inversione significativa delle esportazioni che mostravano incrementi dell'ordine di 5 punti percentuali tra il III-09 ed il IV-09, rallentando poi di circa il 15% tra il IV-09 ed il I-10. Anche le importazioni hanno registrato una frenata dell'ordine di circa il 5%.

TAB. 4 - USA: Tassi di crescita congiunturale annualizzata delle principali componenti della domanda

	II-09	III-09	IV-09	I-10
PIL	-0.7	2.2	5.6	3.0
Consumo	-0.9	2.8	1.6	3.5
Investimenti	-23.7	5.0	46.1	14.7
Spesa pub.	6.7	2.6	-1.3	-1.9
Esportazioni	-4.1	17.8	22.8	7.2
Importazioni	-14.7	21.3	15.8	10.4

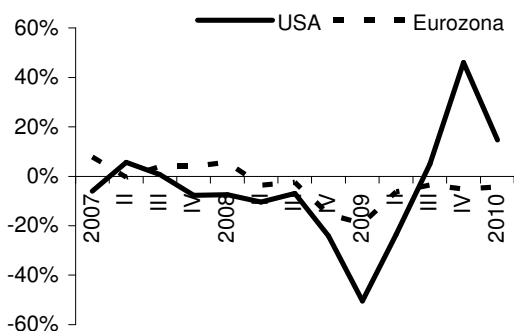
Fonte: Bureau of Economic Analysis

FIG. 1 - Consumi delle famiglie (tassi di variazione congiunturale annualizzata)



Fonte: Bureau of Economic Analysis per gli USA e Bollettino mensile della BCE per Eurozona. Variazioni percentuali congiunturali annualizzate.

FIG. 2 - Investimenti lordi (tassi di variazione congiunturale annualizzata)



Fonte: Bureau of Economic Analysis per gli USA e Bollettino mensile della BCE per Eurozona.

Indicazioni altrettanto interessanti provengono dall'analisi – tra il IV-09 ed il I-10 – dei contributi alla crescita del PIL delle diverse componenti della domanda aggregata. Nel IV-09 4,4 dei punti percentuali sui 5,6 di crescita del PIL si attribuivano agli investimenti lordi e di questi ben 3,8 provenivano dall'accumulazione di scorte. Pertanto a fine 2009 il contributo alla crescita del PIL della ricostituzione dei magazzini è stato rilevante. Nel corso del primo trimestre del 2010 lo scenario ha conosciuto delle modificazioni

sostanziali. Il PIL è cresciuto ad un tasso congiunturale annualizzato del 3%, di cui solo 1,66 punti percentuali sono da attribuirsi agli investimenti lordi e di questi 1,65 provengono dall'accumulazione di scorte, pertanto quasi la totalità.

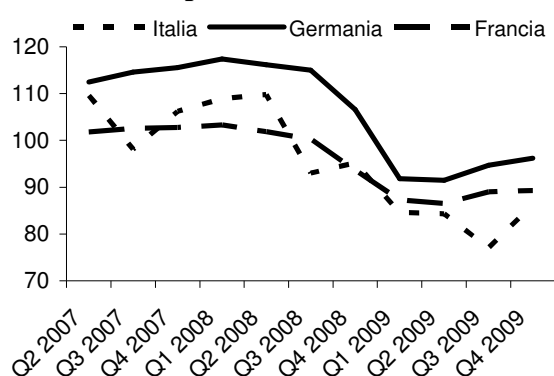
Se è vero che la variazione delle scorte rappresenta una quota molto piccola del PIL, è altrettanto vero che la sua volatilità può essere determinante nella spiegazione della dinamica del PIL stesso, così come mostrano i dati presentati in TAB. 4. Così come ci si attendeva a fine 2009, per il I-10 abbiamo assistito ad una ripresa della domanda per consumi (da 1,6% a 3,5%) che passa da un contributo di 1,16 punti percentuali alla crescita del PIL nel IV-09 a 2,42 punti percentuali nel I-10.

5. La ripresa in Europa: a che punto siamo?

Come anticipato la fase ciclica sembra in corso di miglioramento anche all'interno dell'Eurozona. La dinamica del Pil – su base congiunturale annualizzata – è risultata poco al di sotto dell'1% (TAB. 5). I dati definitivi per il primo trimestre del 2010 non sono ancora disponibili ma – sulla base delle stime preliminari – si può ipotizzare che a fare da traino per la crescita del PIL sia stata la produzione industriale che nei mesi di febbraio e di marzo ha registrato il massimo relativo degli ultimi due anni (+0,9% e +1,5% su base congiunturale, +4,1% e +7,7% su base tendenziale). Per il I-10 si stima un aumento della produzione industriale di circa il 3%, che contribuirebbe per lo 0,6% alla crescita del PIL. Tuttavia se da un lato è vero che in questo primo trimestre del 2010, la produzione industriale per l'Eurozona ha ottenuto buoni risultati – con il settore manifatturiero che continua a crescere – è altrettanto vero che la ripresa della produzione

industriale non sembra interessare i tre grandi Paesi dell'Eurozona (FIG. 3). Nell'arco degli ultimi tre mesi il tasso di variazione congiunturale dell'indice della produzione industriale è risultato pari a -0,2, +3,1 e +0,8% in Germania, 0,0, +1,4 e -0,4% in Francia; e 0,0, 0,2 e +1,0% in Italia.

FIG. 3 - Indici: produzione industriale



Fonte: Datastream, anno base 2000.

Passando a un'analisi più dettagliata della congiuntura (sulla base dell'evoluzione delle componenti della domanda) si nota come le principali voci della spesa privata continuano a registrare una dinamica negativa (con tassi di crescita congiunturale rispettivamente pari a -0,1% e -1,1%). La crescita della domanda interna continua a risentire esclusivamente dell'espansione della spesa pubblica (+0,6%). Per quanto concerne invece l'andamento dell'interscambio commerciale con il resto del mondo va sottolineato come la dinamica delle esportazioni (+2,5%) torni ad essere dominata – dopo alcuni trimestri – da quella delle importazioni (+4,0%). Nel complesso il contributo alla crescita del Pil fornito dalle esportazioni nette nel corso del I-10 è negativo e pari allo -0,5%, mentre l'apporto della domanda interna è positivo per 0,7 punti percentuali e interamente riconducibile alla variazione delle scorte (+0,8%).

TAB. 5 - Eurozona: Tassi di crescita congiunturale delle principali componenti della domanda

	II-09	III-09	IV-09	I-10
PIL	-0.1	0.4	0.1	0.2
Consumi	0.1	-0.2	0.2	-0.1
Investimenti	-1.7	-1.0	-1.3	-1.1
Spesa pub.	0.7	0.7	0.0	0.6
Esportazioni	-1.1	2.8	1.7	2.5
Importazioni	-2.7	2.8	1.2	4.0
Var.scorte	-0.6	0.5	0.1	0.8

Nota: per la variazione delle scorte si riporta il contributo alla crescita del PIL.

Fonte: Bollettino mensile della BCE.

6. Il quadro congiunturale in Italia

L'Italia registra – nel corso del I-10 – una dinamica del PIL lievemente superiore a quella del resto dell'Eurozona. La miglior dinamica congiunturale (+0,4%) non è però tale da consentire un deciso recupero anche in termini tendenziali: il Pil italiano aumenta rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente solo dello 0,6%.

La crescita realizzata è frutto del buon andamento registrato dalle esportazioni (+5,3%) – che hanno sopravanzato la dinamica delle importazioni (+3,3%) – e della più modesta crescita realizzata dagli investimenti fissi lordi (+0,6%). Questi ultimi risentono soprattutto della buona performance realizzata dagli investimenti in macchinari e attrezzature (+2,2%), che più che compensa il calo conosciuto dagli investimenti in costruzioni (-0,3%) e da quello delle spese in mezzi di trasporto (-0,5%). Rimangono invece sempre depressi i consumi, influenzati dall'invarianza dei consumi delle famiglie che si è accompagnata alla diminuzione dei consumi pubblici e di quelli realizzati dalle istituzioni sociali private (nel complesso calati dello 0,5%).

Tali dinamiche hanno fatto sì che si evidenziasse un diverso apporto alla crescita fornito dalla domanda estera netta rispetto alla domanda interna (TAB. 6). La prima ha infatti contribuito alla variazione positiva del Pil per lo 0,5%. La seconda – al netto del contributo fornito dalla variazione delle scorte (che è risultato nullo nel corso del I-10) – è invece rimasta sostanzialmente invariata, per effetto di un apporto negativo alla crescita fornito dai consumi (-0,1%) che si è contrapposto al contributo positivo esercitato dagli investimenti fissi lordi (+0,1%).

In termini prospettici, sulla base delle ultime indicazioni provenienti dal comparto industriale, è importante sottolineare che gli ordinativi sembrano mostrare una leggera modificazione delle tendenze più recenti. Ad aprile gli ordinativi per l'industria provenienti dall'estero crescono su base congiunturale del 4,4% (+31,6% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente); mentre quelli provenienti dall'interno sono cresciuti del 4,8% (+15,4% in termini tendenziali). Un dato che sembrerebbe evidenziare l'inizio di una ritrovata dinamica da parte della componente interna della domanda.

Infine, è importante ricordare che rispetto alla previsioni di crescita formulate recentemente dal FMI – secondo cui l'aumento del Pil italiano dovrebbe attestarsi attorno all'0,8% nel 2010 e all'1,2% nel 2011 – andrebbe tenuto conto del possibile effetto negativo esercitato dalla manovra finanziaria (di cui si parlerà più a lungo nel Capitolo 3 di questo Osservatorio). Secondo le prime stime fornite da Banca d'Italia è infatti plausibile ipotizzare – con riferimento al biennio 2010-11 – una minor crescita del Pil pari allo 0,5% in conseguenza dell'impatto deflazionistico della manovra stessa.

TAB. 6 - Italia: Tassi di crescita congiunturale delle principali componenti della domanda

	II-09	III-09	IV-09	I-10
PIL	-0.5	0.6	-0.3	0.4
Consumo	0.1	0.4	-0.1	0.0
Investimenti	-3.1	0.3	-1.0	0.6
Spesa pub.	1.2	-0.2	-0.2	-0.5
Esportazioni	-2.5	2.5	0.1	5.3
Importazioni	-2.5	1.5	3.2	3.3
Var. scorte	-0.3	0.1	0.8	0.0

Nota: per la variazione delle scorte si riporta il contributo alla crescita del PIL.

7. La politica della BCE: un'analisi in retrospettiva

La Banca Centrale Europea ha continuato la sua politica di *enhanced credit support* volta a garantire un'elevata liquidità alle banche e a mantenere l'Euribor su livelli inferiori al Repo. A tal fine sono state allungate le durate delle operazioni a più protratta scadenza dell'Eurosistema. Nel corso delle ultime settimane l'accentuarsi della crisi greca ha spinto la BCE a compiere operazioni sui titoli del debito pubblico greco, provocando non poche reazioni tra gli analisti e favorendo anche un indebolimento dell'Euro sul mercato valutario.

E' tuttora in atto la fase di politica monetaria definita "non standard" o *enhanced credit support* (allargato sostegno al credito) che la BCE ha adottato in seguito alla grave crisi finanziaria successiva al fallimento di Lehman Brothers.

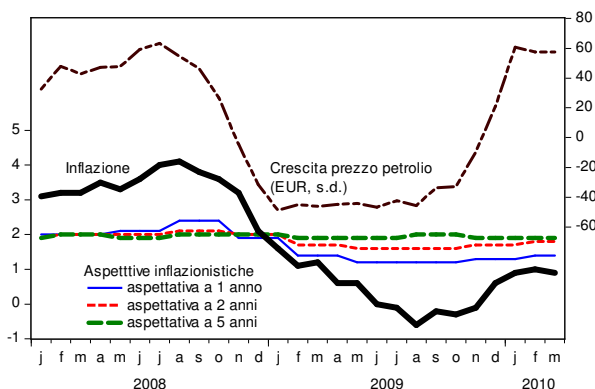
Nella riunione straordinaria dell'8 ottobre 2008 il Consiglio Direttivo aveva infatti deciso di abbandonare la politica sino ad allora seguita – volta a mantenere su livelli minimi la liquidità delle banche. Ciò comportava che l'ammontare programmato delle operazioni di mercato aperto corrispondesse al valore previsto delle

componenti autonome (in particolare circolante e saldi di tesoreria degli stati membri) più la riserva obbligatoria. Lo scopo era di mantenere i tassi del mercato monetario (in assenza di rischio) legati al Repo, che svolgeva così una importante funzione segnaletica per il rendimento del mercato monetario. In particolare, l'EONIA tendeva ad allinearsi al tasso ufficiale – pur con ampie ma temporanee oscillazioni dovute a imprevisti shock di liquidità².

Nella riunione dell'8 ottobre 2008, infatti, la BCE annunciava che nelle nuove operazioni sarebbe stato abbandonato il metodo delle aste competitive e la Banca Centrale avrebbe soddisfatto – a un tasso fisso pari al Repo – tutta la domanda di liquidità da parte delle banche. La politica della liquidità abbondante si aggiungeva così alla politica di riduzione del tasso ufficiale.

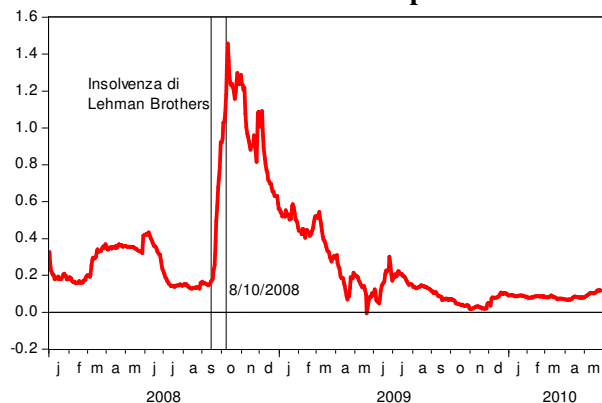
Per quanto riguarda quest'ultimo, va ricordato che – a differenza della Fed – fino all'ottobre del 2008 la BCE non solo non aveva ridotto i suoi tassi, ma a luglio 2008 aveva aumentato il Repo di 25 bps. La BCE temeva che l'elevata inflazione causata dalla crescita del prezzo del petrolio, potesse avere – in assenza di un segnale “forte” – un impatto negativo sulle aspettative inflazionistiche, nonostante sino allora l'inflazione attesa fosse rimasta vicina alla soglia del 2% (FIG. 4)³.

FIG. 4 - Inflazione effettiva, inflazione attesa (SPF) e prezzo del petrolio



Durante quella riunione straordinaria del Consiglio Direttivo – concertata con la Fed e le altre principali banche centrali – il timore di una crisi finanziaria aveva però preso il sopravvento. Lo *spread* tra l'Euribor e l'Eurepo (l'indicatore del rischio del mercato interbancario) raggiungeva infatti un massimo. Nel contempo diveniva sempre più chiaro che il pericolo per la stabilità dei prezzi era scongiurato: l'inflazione si avviava a diventare negativa e le prospettive di crescita economica continuavano a peggiorare (FIGG. 5 e 6).

FIG. 5 - Rischio nel mercato interbancario: differenziale tra Euribor e Eurepo a 1 mese



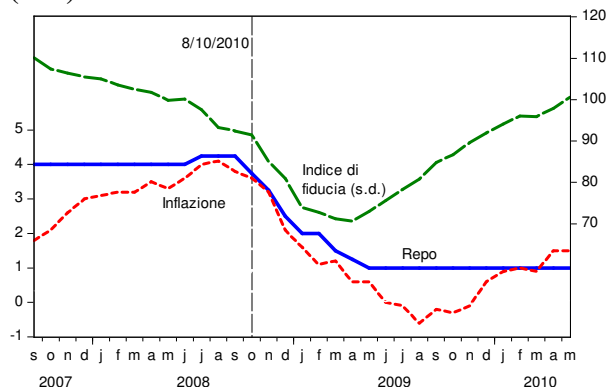
Fonte: Euribor® e Eurepo

² Si ricordi che l'EONIA è quotato alle 18.30 circa e quindi, a quell'ora, l'ammontare complessivo di liquidità è dato (*esogeno*) anche nel caso di operazioni *quick tenders* effettuate in giornata.

³ Per un'idea dei sentimenti che a metà 2008 cominciavano a diffondersi sul futuro andamento dell'inflazione e del prezzo del petrolio si considerino un paio di esempi:

<http://www.diariodelweb.it/Articolo/Economia/?d=20080622&id=30077>
http://www.corriere.it/editoriali/08_luglio_04/editoriale_giavazzi_7a61a0a4-4989-11dd-9284-00144f02aabc.shtml

FIG. 6 - Repo, inflazione e indice di fiducia (ESI) di Eurostat

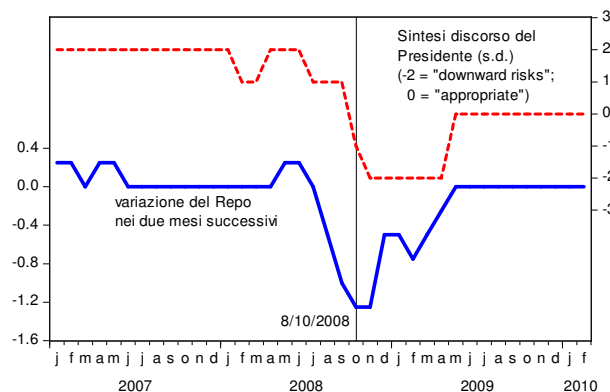


Fonte: BCE e Eurostat

In quella riunione il Consiglio Direttivo dava anche inizio a una fase di riduzione del tasso ufficiale decidendo un taglio del Repo di 75 bps – il maggiore della sua storia – e lasciando intendere che la riduzione sarebbe continuata nei mesi seguenti. Tale strategia veniva in seguito ufficializzata dal presidente Trichet che – a partire dalla Conferenza Stampa di novembre – iniziava a parlare di *rischi verso il basso*, un’espressione chiave della BCE per indicare l’intenzione di praticare ulteriori tagli al tasso ufficiale (FIG. 7). Non casualmente la politica di riduzione del Repo continuava anche nei mesi successivi: il livello del Repo passava dal 4,25% (in essere prima dell’intervento dell’8 ottobre 2008) a quello dell’1% in data 7 maggio 2009. A questo punto Trichet, che già in precedenza aveva affermato che il tasso ufficiale non sarebbe stato azzerato, dichiarava che il suo livello era ormai “appropriato”, cioè che la Banca non aveva più intenzione di modificarlo.⁴

⁴ “If we use the word "appropriate" we expect it [= il Repo] to remain valid for a considerable period of time” (Duisenberg, 6 marzo 2003). A parte questo, il Repo non è mai stato modificato qualora nella riunione precedente il suo valore fosse stato definito “appropriato”.

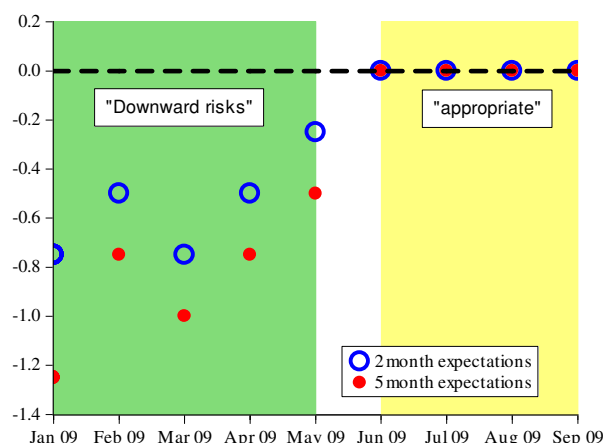
FIG. 7 - Contenuto della conferenza stampa e successiva variazione del Repo



Fonte: BCE e nostre elaborazioni.

Ulteriori riduzioni non erano quindi in programma e quest’informazione veniva incorporata nelle aspettative del mercato. Ciò emergeva anche dalle rilevazioni di *bfinance* che mostravano come dopo la Conferenza Stampa di maggio 2009 gli istituti interpellati non si aspettassero più modifiche del tasso ufficiale (FIG. 8).

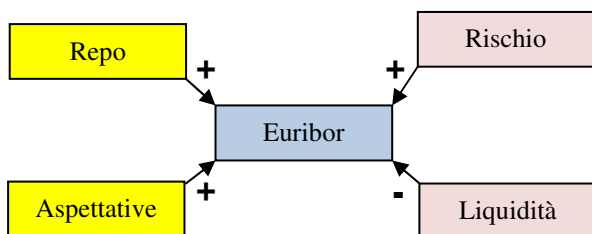
FIG. 8 - Le attese sulle variazioni del Repo a 2 e 5 mesi (valori all’inizio dei mesi indicati)



Fonte: *bfinance* e nostre elaborazioni.

Ritornando al mutato atteggiamento della BCE nei riguardi della gestione della liquidità decisa nella riunione dell'8 ottobre 2008 (e tuttora in atto), va sottolineato come alla base di questo nuovo approccio vi sia la relazione tra tasso del mercato interbancario, tasso ufficiale, rischio e liquidità (FIG. 9).

FIG. 9 - Le principali determinanti del livello dell'Euribor



In condizioni normali il valore dell'Euribor⁵ è strettamente collegato al REPO e alle aspettative di variazione che la Banca Centrale influenza mediante i suoi comunicati (in particolare, le conferenze stampa del presidente).

In condizioni normali, infatti, le altre due variabili – il rischio (di liquidità e di insolvenza) e l'ammontare della liquidità del sistema bancario – sono poco rilevanti: la prima perché è stabile e di valore molto contenuto (nell'ordine di un punto base), la seconda perché viene mantenuta prossima allo zero dalla Banca Centrale.

Eventuali squilibri temporanei transitavano sul mercato nell'EONIA e venivano eliminati, nei pochi casi in cui questo mercato non era in grado di soddisfare interamente le esigenze del sistema,

⁵ E' bene ricordare che l'Euribor – che fa riferimento a un mercato a consegna effettiva e senza copertura per il rischio di *default* e di liquidità – è uno dei principali tassi del mercato monetario. La sua rilevanza risiede nel fatto di essere sia uno dei principali strumenti della politica monetaria, sia di essere uno dei principali *benchmark* utilizzati dalle banche europee nella fissazione dei tassi a breve e a lunga indicizzati.

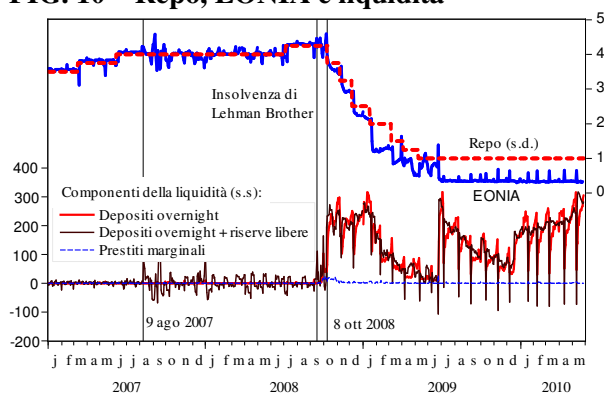
tramite le cosiddette “operazioni su iniziativa della controparte” (depositi *overnight* e operazioni di rifinanziamento marginali).

Va sottolineato che questa politica è stata mantenuta anche durante i primi mesi della crisi finanziaria (dall'agosto 2007 al settembre 2008), con l'unica differenza che alcuni interventi temporanei della BCE erano di importo particolarmente elevato, al fine di andare incontro alle improvvise esigenze di liquidità delle banche che non potevano essere soddisfatte a causa della diminuzione degli scambi nel mercato interbancario (FIG. 10).

La situazione di emergenza che il Consiglio Direttivo si è trovato ad affrontare nella riunione straordinaria dell'8 ottobre ha però richiesto l'abbandono di questo tipo di gestione della liquidità perché la sola manovra del tasso non era più sufficiente. Infatti:

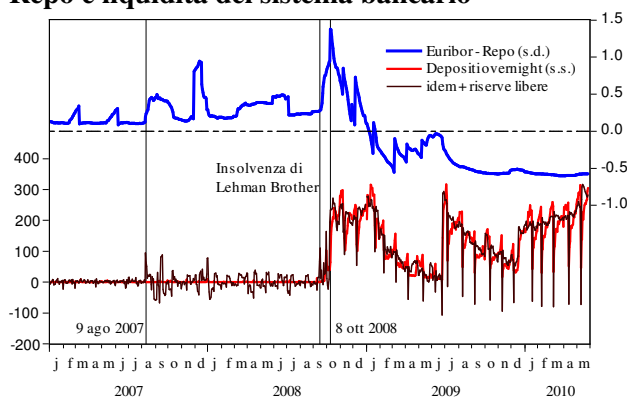
- la crisi del mercato dell'Euribor era tale che le transazioni si erano rarefatte per la caduta dell'offerta. A causa dell'accresciuto rischio di liquidità e di insolvenza (misurato dal differenziale tra Euribor e Eurepo) i rendimenti non protetti per il rischio erano saliti ben al di sopra del tasso ufficiale (FIG. 11), con un costo molto elevato per le banche con carenza di liquidità e i beneficiari del credito bancario, sia famiglie che imprese;
- data la gravità della crisi, il Repo – per affrontare efficacemente i problemi di natura reale e finanziaria – avrebbe dovuto progressivamente raggiungere un valore negativo in quanto il suo ipotetico valore di equilibrio (verso cui il suo valore effettivo tende lentamente ad aggiustarsi) era molto inferiore allo zero (FIG. 12)⁶.

⁶ La stima qui riportata è frutto di una nostra elaborazione econometrica, ma l'andamento è simile a quello di altre fonti.

FIG. 10 – Repo, EONIA e liquidità


Fonte: BCE

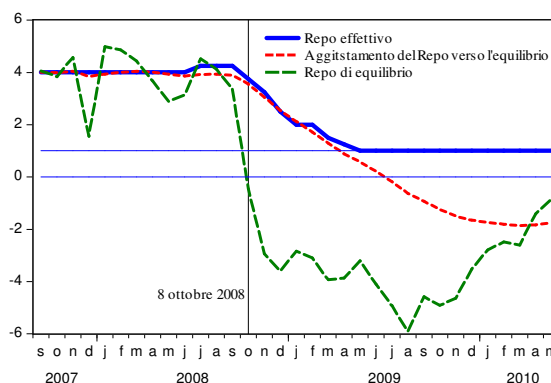
Nota: valori in miliardi di euro.

FIG. 11 – Differenziale tra Euribor a 1 m. e Repo e liquidità del sistema bancario


Fonte: BCE

Nota: valori in miliardi di euro.

In altri termini, non solo non era possibile abbassare i tassi in maniera adeguata, ma la stessa riduzione del tasso ufficiale non risultava particolarmente efficace dal momento che la componente legata al rischio manteneva il rendimento dell'Euribor ben al di sopra del Repo, mentre la rarefatta liquidità delle banche rappresentava un pericolo per la loro propensione ad erogare credito.

FIG. 12 - L'andamento effettivo del Repo e il suo valore teorico per fronteggiare la crisi


Fonte: nostre elaborazioni

Da qui la scelta della BCE di cambiare politica. Abbandonata la prassi di controllare la liquidità mediante le aste competitive ad ammontare predeterminato, la BCE decideva di soddisfare l'intero ammontare della domanda. Di fatto è come se la banca centrale si fosse sostituita all'interbancario, fornendo alle banche la liquidità che non riuscivano a ottenere ricorrendo agli altri istituti di credito.

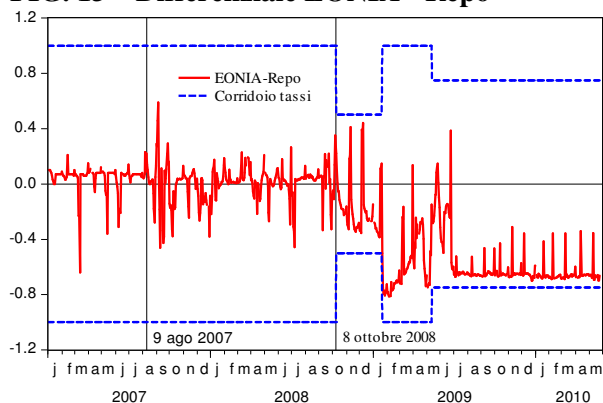
L'effetto della nuova politica è stato immediato per quanto riguarda l'EONIA. Il tasso del mercato interbancario *overnight* che – essendo a brevissima scadenza è poco soggetto al rischio – risentiva immediatamente dell'abbondante liquidità e si portava a un livello significativamente inferiore al Repo. E' ormai da metà giugno 2009 che il suo valore si situa in prossimità della sua fascia inferiore di oscillazione che corrisponde al tasso dei depositi *overnight* della BCE (FIG. 13).

Questa politica di "allargato sostegno al credito", tuttora in atto, ha sinora attraversato tre fasi (FIG. 14).

La prima fase va dall'ottobre 2008 al giugno 2009, quando all'inizio il rischio presente nel mercato interbancario ha fatto crescere la domanda di liquidità "a scopo precauzionale" che

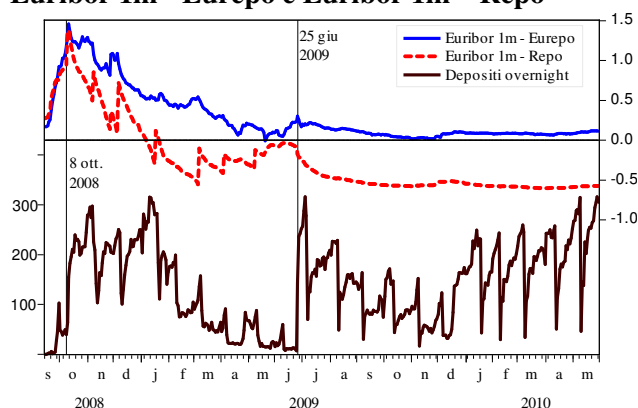
gli istituti di credito hanno ottenuto dalla banca centrale, per poi parcheggiarla nei depositi *overnight*. Questa domanda di liquidità si è in seguito progressivamente ridotta via via che il mercato interbancario riprendeva a funzionare, cioè man mano che il differenziale Euribor-Repo si riduceva. Verso la fine del mese di giugno 2009, i mercati erano infatti tornati in una condizione simile a quella precedente la crisi, sia in termini di liquidità che di differenziali tra i tassi (nuovamente su livelli prossimi a zero).

FIG. 13 – Differenziale EONIA - Repo



Fonte: BCE

FIG. 14 – Depositi *overnight* e differenziale Euribor 1m - Eurepo e Euribor 1m - Repo



Fonte: BCE

Nota: valori in miliardi di euro.

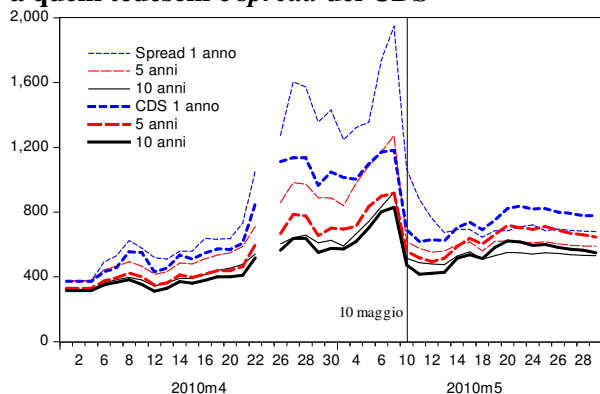
La seconda fase prende l'avvio alla fine del mese di giugno 2009 ed è caratterizzata dal perseguimento di 2 obiettivi: il mantenimento dell'Euribor, uno dei tassi *banchmark* sul credito, al di sotto del Repo e la fornitura di un'elevata liquidità alle Banche per evitare eccessive restrizioni del credito all'economia.

Per convincere le banche a tenere nuovamente un elevato livello di liquidità che facesse diminuire l'Euribor, la BCE effettuava per la prima volta delle LTRO (operazioni di rifinanziamento a più lungo termine) con scadenza un anno.

L'ammontare sottoscritto dalle banche è stato elevatissimo, anche per via del fatto che - quando gli istituti sono convinti che il tasso ufficiale è al minimo (nel contempo il valore del Repo, che era sceso all'1%, era stato ufficialmente definito "appropriato") - le operazioni temporanee a scadenza lunga sono più convenienti in quanto garantiscono un finanziamento duraturo alle condizioni più favorevoli possibili. Il 25 giugno 2009, infatti, la liquidità richiesta veniva erogata ai richiedenti, raggiungendo un nuovo livello massimo. Contemporaneamente l'Euribor scendeva di nuovo sotto il Repo e rimaneva su tale livello anche nei mesi successivi grazie alle abbondanti operazioni sulla liquidità cui, nel frattempo, si erano aggiunti gli acquisti di *covered bonds* bancari da parte dell'Eurosistema (seconda fase della politica di "allargato sostegno al credito").

La terza fase è tuttora in atto ed è legata alla crisi dei titoli di stato greci (di cui si parla lungamente nel capitolo successivo di questo numero di Osservatorio). La domanda di liquidità da parte delle banche è tornata a crescere raggiungendo di nuovo i livelli massimi e, una volta toccata la fase più acuta della crisi greca (FIG. 15), la Banca Centrale Europea ha deciso (9 maggio 2010) di procedere all'acquisto di titoli di stato ellenici.

FIG. 15 – Spread dei titoli di stato greci rispetto a quelli tedeschi e spread dei CDS



Fonte: Bloomberg

La spiegazione ufficiale, ribadita da Trichet nella conferenza stampa della riunione di giugno, è che l'intervento (il cosiddetto Securities Markets Programme) è stato deciso con lo scopo di combattere il malfunzionamento (particolarmente acuto nelle giornate del 6 e 7 maggio scorso) di alcuni segmenti del mercato del debito pubblico della zona Euro, per garantire l'efficacia della trasmissione della politica monetaria.

Nell'opinione di Trichet, comunque, l'impulso della politica monetaria è rimasto invariato: come confermato nella decisione del 9 maggio, tutta la liquidità (peraltro modesta) creata dagli acquisti di titoli presso le banche è stata ritirata. Ciò è effettivamente avvenuto settimana per settimana (16,6 miliardi di euro la prima settimana, poi 10 e infine 5,5 e 6,6 miliardi di euro) e l'effetto sulla crescita della moneta è quindi nullo.

Nel frattempo, però, la domanda di liquidità da parte delle banche è tornata elevata, segno del fatto che – ancora una volta – il mercato monetario non sta funzionando perfettamente. Anche per questo nell'ultima riunione il Consiglio Direttivo ha stabilito di utilizzare la procedura di operazioni a tasso fisso e importo illimitato per le operazioni di finanziamento a 3 mesi del 28 luglio, 27 agosto e 29 settembre 2010.

La decisione della Banca Centrale Europea non è stata priva di contrasti, anche se – almeno formalmente – questi interventi sul mercato secondario dei titoli di stato non sono proibiti dal trattato di Maastricht. Innanzitutto si è manifestato una divergenza di opinioni – sia all'interno della Banca centrale che all'esterno – tra i più prestigiosi esperti di politica monetaria. In altre parole, tale decisione è stata presa in una cornice di confusione e di disaccordo.

Era convinzione di molti che il problema dei titoli di stato greci sarebbe stato trattato nella riunione del Consiglio Direttivo del 6 maggio 2010, dal quale invece nulla è trapelato. Non solo nell'introduzione alla conferenza stampa del pomeriggio del 6 maggio non si accennava a questa possibilità⁷ ma, rispondendo a un giornalista, Trichet negava persino il fatto stesso che quest'opzione fosse stata discussa (*we did not discuss this option*). Due giorni dopo, però, la BCE a maggioranza cambiava parere con (ed è ciò che più conta) l'opposizione dei due rappresentanti tedeschi Axel Weber e Jürgen Stark.

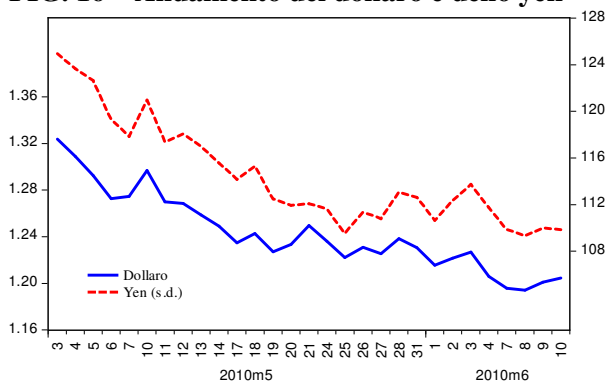
Tra coloro che hanno considerato negativamente questo tipo d'intervento vi è anche l'ex presidente della Bundesbank Karl-Otto Poehl che, in una intervista a *Der Spiegel* del 18 maggio scorso, ha affermato senza mezzi termini che le fondamenta alla base dell'euro sono state indebolite. Nei trattati esistenti è esplicitamente affermato che nessun paese è responsabile dei debiti degli altri. Secondo Poehl, invece, contro tutti gli auspici e contro l'esplicito divieto sancito dai trattati, la BCE (con l'acquisto di titoli di stato greci) si è lasciata coinvolgere nel finanziamento di un

⁷ Veniva solo affermato che il Consiglio Direttivo apprezzava il programma approvato dal governo greco dopo la felice conclusione dei negoziati con la Commissione Europea, di concerto con la BCE, e l'FMI, in vista di salvaguardare la stabilità finanziaria nell'area Euro nel suo complesso.

singolo stato sovrano: un'operazione che non può rimanere priva di conseguenze. Sempre nell'opinione dell'ex-presidente della Bundesbank, si sarebbe dovuto ristrutturare il debito greco già un anno fa (o ancora prima) – perché era del tutto evidente che la Grecia fosse insolvente. E non ci sarebbe stato necessariamente un effetto domino, visto che la ristrutturazione avrebbe permesso alla Grecia di onorare il suo debito. Si è però preferito salvare la Grecia per favorire i possessori dei suoi titoli di stato, tra cui spiccano le banche tedesche e soprattutto quelle francesi.

Un parere diverso è stato invece espresso da altri esperti, tra cui Bini Smaghi (Comitato Esecutivo della BCE) che, in occasione di più interventi ufficiali, ha sostenuto come il fallimento di Lehman Brothers abbia insegnato che i costi di un'insolvenza siano in realtà decisamente più elevati di quelli connessi ad un *bail-out*. Inoltre, secondo altri autorevoli membri della BCE il piano di risanamento della Grecia sarebbe credibile.

FIG. 16 – Andamento del dollaro e dello yen



Fonte: BCE

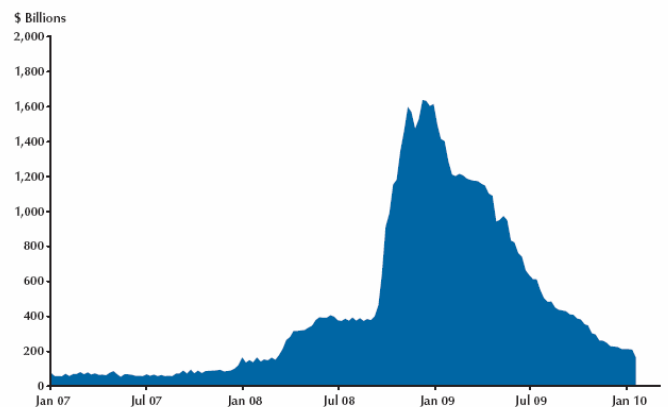
Indipendentemente da chi abbia ragione rimane un fatto incontrovertibile che, nei giorni successivi lo svolgimento di queste operazioni, l'euro abbia continuato ad indebolirsi (FIG. 16) mentre Moody's abbia deciso di declassare i titoli greci a

livello di *junk bonds* –nonostante gli interventi dei governi e della BCE abbiano ridotto il loro *spread*.

8. La politica della Fed: cambiamenti in vista

A differenza della BCE che continua a mantenere la liquidità delle banche a livelli record, la Fed ha iniziato la fase di rientro dalla politica di *credit easing*: l'enorme ammontare di liquidità fornita nel 2009 a banche e mercati sta lentamente rientrando (FIG. 17) e lo *spread* tra Libor e OIS è tornato ai livelli pre-crisi. E' al proposito sintomatico che nell'ultima riunione del FOMC (28 aprile scorso) uno dei partecipanti abbia votato contro l'affermazione che il *federal funds rate* rimarrà ancora a lungo a livelli eccezionalmente bassi: il ritorno alla politica tradizionale, e l'aumento dei tassi di *policy*, avverrà prima negli USA che in Europa.

FIG. 17 – Finanziamento delle Fed a intermediari finanziari e mercati



Fonte: Federal Reserve Board; H.4.1

2. L'AREA EURO ALLA PROVA DELLA CRISI GRECA ♦

1. Lo svelamento della crisi

Il “dramma” greco è esploso nell'ottobre 2009, quando il nuovo governo di centro-sinistra guidato da Giorgios Papandreou ha vistosamente rivisto al rialzo le stime relative al disavanzo del settore pubblico rese pubbliche dal governo di centro-destra precedente. Il rapporto deficit/PIL del 2008 – che la Commissione Europea aveva già innalzato nel gennaio 2009 dal 2,5% stimato dal governo greco al 3,4% - è stato rivisto nell'autunno del 2009 al 7,7%.

Ancora più impressionante l'emersione del deficit per il 2009. Mentre il precedente governo aveva diffuso una stima relativa al rapporto deficit/PIL pari al 3,7%, la revisione rivelava un rapporto pari al 12,5%. Quest'ultima stima veniva poi ulteriormente ritoccata al 13,6% alla fine di aprile di quest'anno. Peraltro l'Eurostat ha espresso dubbi anche su quest'ultimo dato, segnalando la possibilità di un'ulteriore correzione nell'ordine di mezzo punto percentuale.

Contestualmente, venivano modificati i dati relativi al rapporto debito/PIL: a fine 2009 tale rapporto risultava pari al 112,6% rispetto al 96,3% stimato dal governo precedente; lo stesso rapporto veniva ulteriormente corretto al 115,1% in aprile (anche per questo dato Eurostat ha ventilato la possibilità di una revisione al rialzo tra i 5 e i 7 punti percentuali).

2. La reazione dei mercati

La revisione al rialzo delle stime sul disavanzo e sul debito pubblico della Grecia ha avuto un impatto dirompente sui mercati finanziari, non

solo perché la situazione di finanza pubblica si è rivelata 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 rendeva pubbliche statistiche fuorvianti sui suoi conti pubblici. In occasione dell'ammissione all'Unione Monetaria (la Grecia diventò membro nel 2002), infatti, il governo presentò dati sulle condizioni della finanza pubblica in Grecia che si rivelarono *ex post* non veritieri. Lo squilibrio fiscale è stato a lungo di fatto occultato mediante operazioni di cartolarizzazione che tendevano a contabilizzare nel periodo corrente entrate destinate a manifestarsi in futuro.

Le agenzie di *rating* pertanto declassavano ripetutamente il debito pubblico greco – a cominciare già dal dicembre del 2009 – e i mercati finanziari reagivano con un incremento rilevante del premio per il rischio sovrano. Lo *spread* tra i tassi sui titoli di Stato greci e quelli tedeschi si apriva fino a oltre tre punti percentuali in gennaio.

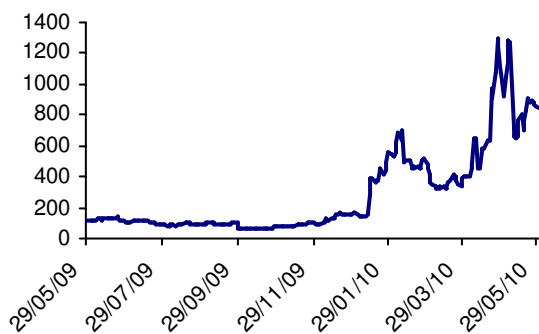
La percezione della crisi greca sui mercati finanziari cominciava a incupirsi sensibilmente e rapidamente a iniziare sin da febbraio. Con qualche ritardo ne prendevano atto anche i responsabili politici dell'Unione Europea. Il vertice dei capi di Stato e di governo dell'Unione Europea manifestava genericamente in febbraio la volontà di intervenire a sostegno della Grecia. In assenza di dettagli operativi più precisi, i mercati finanziari reagivano con incredulità a questo annuncio: la forbice tra titoli greci e *Bund* tedeschi si apriva quindi ulteriormente. Contemporaneamente si infiacchiva la dinamica dei corsi azionari e si indeboliva il tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro. Infine si manifestavano i primi segni di

♦ A cura di Angelo Baglioni e Domenico Delli Gatti.

contagio agli altri paesi considerati deboli, specialmente il Portogallo e la Spagna: lo *spread* tra i titoli del debito pubblico di questi paesi e i *Bund* tedeschi, infatti, si ampliava anche se a un ritmo molto meno rilevante che nel caso greco.

La diffidenza del mercato verso la capacità del governo ellenico di gestire la situazione, impostando una strategia credibile di aggiustamento dei conti pubblici, è testimoniata dall'esplosione del costo di assicurazione contro il rischio di *default* sui titoli di Stato greci. La FIG. 1 mostra che il premio sui *credit default swap* (sul debito a un anno) della Grecia è passato da un livello attorno ai 100 punti base nel 2009 ad un livello quadruplo (attorno ai 400 punti base) nel gennaio di quest'anno; nei mesi successivi esso ha subito ulteriori e marcati aumenti e oscillazioni, seguendo le fasi alterne della faticosa trattativa relativa al piano di aiuti europeo.

FIG. 1: Grecia - CDS Spread a 1 anno (punti base)



La presentazione, nel mese di gennaio 2010, del Programma di stabilità da parte del governo greco – che prevedeva una riduzione del disavanzo di quattro punti percentuali in rapporto al PIL – non si dimostrava sufficiente a riportare la fiducia sui mercati finanziari. Cresceva anzi la preoccupazione per

l'approssimarsi della scadenza dei titoli in essere e la necessità dello Stato greco di rinnovare i titoli del debito pubblico nei mesi successivi. La prospettiva di un insuccesso del Tesoro greco nelle emissioni di titoli creava una forte pressione sui paesi dell'area euro affinché si delineasse un piano di assistenza finanziaria, destinato ad entrare in funzione qualora si fossero riscontrate effettive difficoltà nell'emissione di nuovo debito pubblico o nel *roll-over* di quello preesistente.

3. Il primo piano di salvataggio: 45 miliardi

Dopo una faticosa trattativa, che vedeva il primo ministro tedesco Angela Merkel opporre resistenza all'ipotesi di un "salvataggio" della Grecia da parte degli altri partner europei, il 25 marzo i Capi di stato dell'area euro raggiungevano un accordo. Questo prevedeva che un paese membro dell'area potesse richiedere, in caso di insufficiente capacità di finanziamento sul mercato, l'attivazione di un meccanismo di assistenza finanziaria basato su prestiti bilaterali concessi dagli altri paesi membri, ciascuno in proporzione alla sua quota di capitale nella BCE.

Il meccanismo avrebbe dovuto essere attivato con decisione unanime del Consiglio europeo subordinatamente all'adozione di un programma di risanamento della finanza pubblica credibile da parte del paese beneficiario, secondo una valutazione affidata alla Commissione europea e alla BCE.

Nella riunione dei Ministri finanziari dell'11 aprile, veniva specificato che il programma di assistenza finanziaria alla Grecia sarebbe stato di 30 miliardi di euro nel 2010, ad un tasso di interesse del 5%. Il prestito europeo sarebbe inoltre stato integrato da un sostegno del FMI pari a 15 miliardi erogato ad un tasso inferiore.

Complessivamente la linea di assistenza finanziaria (*emergency loan facility*) ammontava a 45 miliardi.

I mercati finanziari sembravano accogliere inizialmente con favore il piano di salvataggio europeo come dimostrava l'esito favorevole delle aste di metà aprile. Comunque il 23 aprile il governo greco ufficializzava la richiesta di attivazione del meccanismo di sostegno ai partner dell'area euro e al FMI.

Contestualmente alla definizione del piano di sostegno finanziario, il governo greco concordava con la Commissione europea e il FMI un programma di aggiustamento fiscale di dimensioni eccezionali su cui ci soffermeremo tra breve. Esso prevede una correzione immediata del disavanzo pubblico di 2,5% di PIL nel 2010, ed una correzione complessiva di 11 punti entro il 2013, in modo da riportare il rapporto deficit/PIL al di sotto del 3% nel 2013.

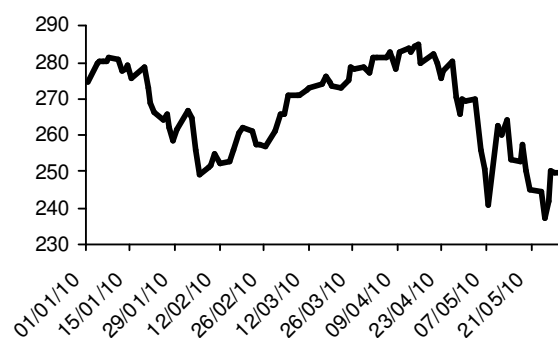
Col passare dei giorni però si diffondeva la percezione sui mercati finanziari della inattività degli sforzi fino a quel momento messi in campo, sia in merito alla dimensione e alla tempistica del piano di consolidamento fiscale, sia con riferimento al piano di salvataggio.

Dopo una "tregua" di pochi giorni, si manifestavano nuovamente forti tensioni, che si acuivano in coincidenza con l'annuncio di una nuova revisione del rapporto deficit/PIL dal 12,5% al 13,6% a fine aprile e soprattutto a seguito del declassamento del debito pubblico greco da parte di S&P al livello di *junk bonds*.

In poche ore il rendimento del titolo a due anni greco aumentava di alcuni punti percentuali. Aumentava inoltre drasticamente il premio per assicurarsi contro il rischio di insolvenza del governo greco (si veda di nuovo il CDS *spread* nella FIG. 1). Infine crollava l'indice di borsa dell'area euro (Euro Stoxx; si veda la FIG. 2). In particolare crollava il listino di Atene e in questo

ambito subivano le perdite più rilevanti le quotazioni del settore finanziario. Le banche greche infatti stavano subendo un processo strisciante e logorante di ritiro dei depositi. Infine si accentuava il deprezzamento dell'euro.

FIG. 2: Euro Stoxx



4. Il secondo piano di salvataggio: 110 miliardi

Dopo gli incerti e timidi passi di marzo e il pacchetto di aprile, constatata la sfiducia e il pessimismo dilaganti, al secondo tentativo, il 2 maggio venivano precisate (anche per effetto delle pressioni del Presidente Obama sulla *Kanzlerin* Merkel) la dimensione e la scansione temporale del piano di salvataggio. Il pacchetto complessivo valeva ora 110 miliardi di euro su tre anni, 80 miliardi a carico dei partner europei e 30 miliardi a carico del FMI. Nel primo anno il piano aveva le dimensioni e la composizione qualitativa del primo piano di salvataggio (45 miliardi). Il secondo piano, quindi, si configurava come un piano triennale che comprendeva il primo come programma del primo anno.

I mercati accoglievano dapprima con sollievo e poi con un'ondata di panico il nuovo piano di aiuti finanziari. Il rendimento dei titoli greci aumentava ulteriormente. Sulla scadenza decennale il differenziale con i titoli tedeschi

superava i 6 punti percentuali. Lo *spread* era ancora maggiore sui titoli a scadenza più breve. Aumentavano anche sensibilmente i rendimenti (e gli *spread* sui Bund) dei titoli portoghesi e spagnoli.

5. Il terzo piano di salvataggio: 750 miliardi

Archiviato nello spazio di una settimana il secondo pacchetto, al terzo tentativo, sotto la spada di Damocle di un nuovo tracollo dei mercati finanziari, nell'arco di un weekend e soprattutto durante la notte tra domenica 9 maggio e lunedì 10 maggio, i governi europei riescono finalmente a mettersi d'accordo su un terzo e molto più massiccio piano di salvataggio. Si tracciano le linee operative di un piano inteso a provvedere un paracadute per i paesi a rischio, non solo la Grecia quindi ma anche il Portogallo e gli altri PIIGS (nella prima linea di fuoco) al fine di garantire la sopravvivenza dell'Eurozona nell'assetto attuale.

Il piano è composto da due parti. La prima consiste nella costituzione di un gigantesco fondo di assistenza finanziaria, inteso ad aiutare i paesi che incontrano difficoltà nel *roll-over* del debito sovrano o che dovrebbero farvi fronte a tassi considerati "proibitivi". La seconda è la cosiddetta "opzione nucleare", ossia la disponibilità della BCE ad acquistare titoli del debito pubblico dei paesi in difficoltà, ovviamente sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*).

Analizziamo in sequenza queste due componenti.

5.1. L'assistenza finanziaria

I partner europei si accordano sulla costituzione di un fondo pari a 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. La dimensione del fondo è impressionante se paragonata alle cifre circolate nei mesi precedenti e soprattutto se confrontate con il primo piano di salvataggio. Si tratta quindi di una svolta a U nella gestione del problema a livello europeo. Il FMI agisce da partner con uno sforzo di assoluto rilievo, coerentemente rispetto alla sua impostazione recente e rispetto alla sua vocazione istituzionale.

Sulla ritrovata unità europea gravano due ombre. In primo luogo il governo britannico – guidato ancora da Gordon Brown – pur non opponendosi alla costituzione del fondo europeo, dichiara di non volervi partecipare. Si tratta di una posizione giustificata formalmente con la debolezza istituzionale del governo, ormai di fatto non più in carica. E' agevole congetturare comunque che il nuovo governo conservatore-liberale di Cameron-Clegg avrebbe adottato la stessa posizione essendo caratterizzato, almeno nella componente maggioritaria, da una posizione euro-scettica.

In secondo luogo, si manifestano dissensi, appianati all'ultimo minuto, sul tasso di interesse da praticare ai paesi bisognosi di aiuto e sulla natura giuridica del fondo da 440 miliardi di euro.

Sulla questione del tasso di interesse, la posizione tedesca è che il tasso debba essere alto, penalizzante. Prevale però l'opinione media degli altri partner per cui il tasso sui finanziamenti provenienti dal fondo sarà del 5%, quindi minore di quello di mercato per un paese come la Grecia ma pur sempre più alto di quello a cui altri paesi, anche fortemente indebitati, possono raccogliere fondi.

Sulla natura del fondo, la Germania si oppone sia alla creazione di un vero e proprio piano di gestione dei fondi da parte della Commissione, sia all'emissione di veri e propri Euro-bond e ottiene che i fondi vengano raccolti sul mercato attraverso uno *Special Purpose Vehicle* europeo. Ciascun governo si impegna a fornire una garanzia mediante il proprio bilancio in proporzione al suo peso economico.

L'utilizzo di un veicolo di mercato come un SPV appositamente costituito, da un lato evita di passare attraverso un eventuale giudizio di costituzionalità, dall'altro depotenzia l'impatto politico dell'intervento. La Francia avrebbe preferito invece una struttura centralizzata e permanente.

Ovviamente i dettagli tecnici del piano sono tutti da definire – se ne parla ancora mentre andiamo in stampa – ma almeno sulle linee generali c'è consenso.

5.2 L'opzione nucleare

La seconda componente del piano di salvataggio è quella che, nel linguaggio immaginifico dei media, è stata definita l'opzione nucleare.

Si tratta della disponibilità della BCE a intervenire acquistando titoli di Stato dei paesi in difficoltà sul mercato secondario. Il Trattato di Maastricht, infatti, vieta espressamente l'acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato primario ma non sul mercato secondario. La prima forma di intervento rivelerebbe infatti immediatamente la monetizzazione del debito pubblico.

L'intervento sul mercato secondario ha generalmente una motivazione di politica monetaria – ossia l'effettuazione di operazioni di mercato aperto. In un certo senso l'esistenza di un mercato liquido e spesso di titoli del debito pubblico – e quindi un livello non insignificante di debito pubblico – è una pre-condizione per

l'implementazione di una politica monetaria efficiente¹. Non sfugge però a nessuno – sicuramente neppure agli estensori del Trattato di Maastricht – che la possibilità di intervenire sul mercato secondario configura, di fatto, uno spiraglio per una sorta di monetizzazione indiretta del debito. Se, infatti, la banca centrale interviene in acquisto di titoli del debito pubblico in una fase di espansione del deficit, essa elimina il costo del finanziamento con debito a carico dello Stato calmierando i rendimenti sui titoli già emessi.

La decisione a favore dell'opzione nucleare deve essere stata molto sofferta e probabilmente ha risentito anche delle pressioni dirette e indirette provenienti da alcuni paesi, a cominciare dalla Francia.

Ricordiamo innanzitutto che la BCE aveva già deciso di continuare ad accettare come *collateral* nelle operazioni pronti contro termine i titoli del debito pubblico greco, nonostante il più recente *downgrading* avesse portato il *rating* al livello dei titoli spazzatura. Alcune voci contrarie a questa scelta si erano già levate all'interno della BCE ma erano risultate minoritarie.

D'altro canto la BCE aveva acconsentito all'utilizzo – nelle stesse operazioni – di titoli frutto di cartolarizzazione di rapporti di credito privati, il cui status non era certo migliore di quello del governo greco.

Operazioni di questo genere servono solo a garantire liquidità alle istituzioni finanziarie che

¹ E' interessante ricordare che quando il governo statunitense, nel corso dell'amministrazione Clinton, ha cominciato a conseguire *surplus* di bilancio, qualche voce si è levata a manifestare la preoccupazione che una tendenza di lungo periodo a generare *surplus* avrebbe di fatto ridotto ai minimi termini il mercato dei titoli di stato lasciando la Fed con le armi spuntate per assenza di *collateral* da utilizzare nelle operazioni pronti contro termini. Col senno di poi, si può giudicare questa preoccupazione chiaramente eccessiva.

hanno in portafoglio attività di basso valore di mercato, siano esse emesse da soggetti privati o da soggetti pubblici. Altra cosa è l'intervento a sostegno delle quotazioni dei titoli del debito pubblico sul mercato secondario: in questo caso, si favorisce il debitore sovrano, configurando una forma di sudditanza verso il potere politico che il Trattato di Maastricht ha fortemente avvertito.

Il governatore della Bundesbank (e candidato alla successione a Trichet) Axel Weber, che era già stato apertamente critico rispetto alla decisione di ammettere come *collateral* nelle operazioni P/T i titoli del debito pubblico greco nonostante il *downgrading*, si è espresso pubblicamente contro l'opzione nucleare, esattamente per il rischio di perdita di indipendenza e di credibilità della BCE che a questa scelta inevitabilmente si accompagna.

Dal 9 maggio in poi, la posizione di Trichet si è fatta più difficile. Il presidente della BCE si era inizialmente espresso contro l'intervento del FMI nella soluzione della crisi greca. L'intransigenza tedesca lo ha costretto ad accettarlo. Trichet aveva inoltre escluso che della "opzione nucleare" si fosse parlato nella riunione del Consiglio Direttivo della BCE tenutosi a ridosso della famosa notte del 9 maggio, salvo poi offrire la sua disponibilità nelle ore concitate della concertazione del maxi-piano.

Si sta quindi manifestando un certo dualismo tra Trichet da un lato (presumibilmente spalleggiato dai governatori delle banche centrali dei paesi potenzialmente sotto attacco e con l'appoggio del governo francese) e Weber.

La reazione dei mercati, alla riapertura dopo il weekend dell'8-9 maggio, è stata entusiastica. Il rimbalzo degli indici azionari si è collocato nell'ordine delle due cifre in parecchie piazze. Nelle settimane successive, tuttavia, è tornato a

manifestarsi l'andamento altalenante - e talvolta decisamente erratico - che aveva caratterizzato i mercati dopo il primo piano. Siamo quindi ancora in attesa di vedere quanto sia credibile lo sforzo manifestatosi finora.

6. Il piano di consolidamento fiscale in Grecia

Di fronte alla drammatica situazione dei conti pubblici greci, alcuni commentatori si sono affrettati a sostenere che il piano di sostegno finanziario predisposto dai paesi europei e dal FMI è destinato a fallire miseramente, poiché il problema della Grecia non è di illiquidità, bensì di insolvenza. Di conseguenza, la tregua ottenuta con il finanziamento concordato sarebbe di breve durata; prima o poi lo Stato greco sarà comunque in condizioni di dovere chiedere una ristrutturazione del debito.

Come si è messo in evidenza più sopra, il piano di austerità greco 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.

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 impiego²; 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.

Per valutare il piano greco di rientro occorre ricordare l'equazione che rappresenta la legge di

² Si ricorda che in Grecia attualmente il settore pubblico impiega quasi il 13% della forza lavoro.

moto del rapporto debito/PIL³. Il rapporto tra debito pubblico (nominale) e PIL (anch'esso nominale) – che indicheremo con b – cresce nel tempo secondo la seguente legge⁴:

$$\dot{b} = g - t + (i - y)b$$

dove g è il rapporto tra spesa pubblica primaria e PIL, t il rapporto tra gettito tributario e PIL (di modo che $g-t$ rappresenta il deficit primario in rapporto al PIL), i è il tasso di interesse nominale, y il tasso di crescita del PIL in termini nominali, ossia la somma del tasso di crescita del PIL reale e del tasso di inflazione: $y=x+\pi$. Convenendo di indicare con un punto sulla variabile la variazione della variabile stessa, \dot{b} puntato rappresenta la *variazione* del rapporto tra debito e PIL.

Se un paese ha un deficit primario ($g>t$) e il tasso nominale di interesse è superiore al tasso di crescita del PIL nominale ($i>y$) ovvero, in modo equivalente, se il tasso di interesse reale è superiore al tasso di crescita reale del PIL:

($i-\pi>x$), il rapporto debito/PIL è destinato a crescere. E' evidentemente questo il caso della Grecia.

Si osservi che il rapporto debito/PIL si stabilizza quando $\dot{b} = 0$ ossia per un livello del debito in rapporto al PIL pari a $b = \frac{t - g}{i - y}$.

Per stabilizzare tale rapporto occorre quindi generare degli avanzi primari “sufficientemente grandi” o registrare un tasso di crescita del PIL reale e/o un tasso di inflazione “sufficientemente

grandi” (innanzitutto rispetto al tasso di interesse nominale pagato sui titoli del debito pubblico).

Quanto più grande è la differenza tra costo del debito e il tasso di incremento del PIL, tanto maggiore deve essere il *surplus* primario per stabilizzare il rapporto debito/PIL.

Nel piano greco di rientro dallo squilibrio fiscale si prevede:

- (a) la generazione di un consistente *surplus* primario;
- (b) allo stesso tempo si immagina che la contrazione del tasso di crescita del PIL nominale sia modesta.

Se si verificasse la previsione (b) – ossia se l'impatto deflattivo della manovra fosse modesto – si riuscirebbe a circoscrivere il crescente disagio sociale (evidenziato dalle ripetute manifestazioni e dagli scioperi di aprile-maggio).

E' abbastanza evidente, tuttavia, che le due condizioni precedenti sono manifestamente contraddittorie. Il riequilibrio fiscale è destinato a generare una contrazione della domanda aggregata che nel breve periodo rende praticamente impossibile una attenuazione della contrazione del PIL⁵. Viene così minata fin dall'inizio la credibilità del piano di rientro.

Per avere un'idea della rivoluzione nella gestione della finanza pubblica che il piano di consolidamento comporterebbe, osserviamo che, supponendo che il costo medio del debito sia nell'ordine del 6% e il rapporto debito/PIL al 140% (a regime), la spesa per interessi sarebbe

³ Utilizziamo qui la versione di tale legge di moto in tempo continuo. La sostanza dei ragionamenti che seguono non cambierebbe se utilizzassimo la formulazione in tempo discreto.

⁴ Stiamo immaginando che non vi sia monetizzazione del debito, ad esempio perché espressamente vietata come nel caso del Trattato di Maastricht.

⁵ Se si sposa la tesi principale della letteratura inaugurata da Alesina e Perotti sugli effetti non-Keynesiani della politica fiscale, ovviamente, la contraddizione scompare. Se infatti una manovra di restrizione fiscale, specie se attuata mediante un taglio della spesa pubblica, ha effetti di liberazione di risorse produttive e di aumento della produttività e/o della competitività, la generazione di *surplus* primari si potrebbe accompagnare senza incongruenze a una mitigazione della contrazione del PIL.

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% - quindi, occorrerebbe generare e mantenere un *surplus* primario pari o superiore al 5,5% del PIL. Nel 2009 le uscite per pagamenti di interessi erano pari al 5%, e quindi il *deficit* primario era pari al 7,7%. In termini di saldo primario la correzione sarebbe pari a oltre 13 punti di PIL.

La manovra “lacrime e sangue” rischia quindi di creare una crisi socio-economica senza precedenti. Il dubbio è se l'assistenza finanziaria non sia solo un modo di posporre nel tempo una esplicita dichiarazione di insolvenza. Nel dibattito corrente quindi si sono sentite alcune 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. Ad esempio Nouriel Roubini ha proposto un riscadenziamento (*rescheduling*) e una ristrutturazione ordinata e preventiva del debito (*pre-emptive restructuring*) che accompagni eventualmente la fuoriuscita pilotata della Grecia dall'area euro.

La Grecia è dunque destinata a fallire? Non ne siamo affatto sicuri. Lo scenario greco è apparentemente simile a quello già delineatosi per Irlanda, Lettonia e Ungheria negli ultimi anni. Il *default* non è affatto un esito scontato. L'assistenza finanziaria esterna è indispensabile perché il paese non può permettersi il ricorso ai mercati finanziari in presenza degli attuali elevatissimi *spread*. E' vero, l'assistenza finanziaria esterna serve a “guadagnare tempo” ma il tempo guadagnato può essere prezioso per riemergere dal baratro, può cioè essere tutt'altro che tempo buttato via.

7. Illiquidità o insolvenza?

D'altro canto la distinzione tra illiquidità e insolvenza può rivelarsi di difficile applicazione. La letteratura economica ha evidenziato che anche gli emittenti sovrani, come quelli privati (compresi gli intermediari finanziari), possono essere soggetti a crisi di fiducia degli investitori. Esistono equilibri multipli: uno “buono” e uno “cattivo”.

Nel primo gli investitori hanno fiducia nella capacità dello stato di ripagare puntualmente i suoi debiti; in questo caso l'emittente sovrano paga un tasso d'interesse “normale” sul suo debito, pur includendovi un ragionevole premio al rischio che rispecchi il suo elevato indebitamento.

Il secondo equilibrio è quello in cui si diffondono aspettative secondo cui lo stato non sarà in grado di restituire i suoi debiti e dovrà necessariamente ricorrere ad una ristrutturazione degli stessi, imponendo perdite ai detentori di titoli pubblici. Se queste aspettative diventano diffuse e radicate presso gli investitori, il premio al rischio richiesto sul debito di quel paese esplose. In presenza di un alto *stock* di debito pubblico da finanziare (soprattutto se a breve termine) ciò comporta un aumento consistente dell'onere per interessi per lo Stato; questo, a sua volta, può mettere in difficoltà il governo nel raggiungere i suoi obiettivi di aggiustamento fiscale, giustificando *ex post* i timori di coloro che avevano pronosticato l'insolvenza del paese in questione. In altre parole, è possibile che si creino “profezie che si auto-realizzano” (*self-fulfilling prophecies*).

Nel caso della Grecia, i timori degli investitori hanno tratto origine da un problema reale: l'alto livello di disavanzo e di debito pubblico, per di più occultato dal precedente governo. Tuttavia, il problema originario è stato amplificato

dall'aumento dell'onere per interessi pagato dallo stato greco nelle emissioni avvenute nel primo semestre di quest'anno. In mancanza di un piano di assistenza finanziaria, questo meccanismo di amplificazione si sarebbe ulteriormente rafforzato, portando in tempi rapidi all'insolvenza dello Stato greco.

Va sottolineato che i ritardi con i quali si è arrivati alla definizione del piano di salvataggio hanno aumentato i costi dell'aggiustamento richiesto⁶. La stessa reazione dei mercati indica una mancanza di fiducia dei mercati stessi nella reale volontà politica di sostenere la Grecia nel superamento delle sue difficoltà. Anziché fornire una guida e orientare le aspettative degli operatori in senso favorevole, i governanti europei hanno disorientato l'opinione pubblica con una trattativa lunga e contrastata.

Alla fine, il prestito è stato concesso a condizioni severe. Il fatto di condizionare l'erogazione dei finanziamenti all'effettiva adozione di misure di correzione fiscale è sicuramente condivisibile, per evitare un ovvio effetto di azzardo morale. Tuttavia il tasso applicato (5%) sembra eccessivo. Paesi europei con livelli di debito pubblico molto alti – a cominciare dall'Italia – si indebitano a tassi molto inferiori. Se l'obiettivo era quello di contrastare aspettative destabilizzanti, i governi non avrebbero dovuto allinearsi alle condizioni di mercato: così facendo hanno invece sancito e alimentato le preoccupazioni degli investitori.

Inoltre, la situazione politica e sociale in Grecia è assai difficile in questo periodo. Peraltro non si

poteva pensare che misure così impopolari, come quelle imposte alla Grecia, potessero passare senza contrasti. I mercati finanziari si chiedono se il governo greco sarà in grado di mantenere i suoi impegni. La stessa durezza della cura fiscale e l'orizzonte molto limitato del rientro creano dubbi sulla sua fattibilità. Paradossalmente sarebbe risultato molto più credibile un piano di consolidamento fiscale distribuito su un orizzonte temporale molto più lungo. In ultima analisi, quindi, al di là degli indubbi demeriti della leadership greca prima e durante la crisi, l'improvvisazione e l'incertezza della risposta europea hanno contribuito ad ancorare le aspettative sull'equilibrio cattivo, consolidando le aspettative di *default*. Resta da vedere se il maxi-piano del 9 maggio – e il comportamento cooperativo della BCE – saranno in grado di pilotare le aspettative dei mercati sull'equilibrio “buono” che non prevede il *default*.

8. La fragilità delle banche e la BCE

Nel dibattito che ha accompagnato la gestazione del piano di salvataggio per la Grecia, è stato spesso trascurato un elemento importante, che rendeva necessario un intervento più tempestivo rispetto a quanto è avvenuto: la fragilità del sistema bancario greco, esposto alla potenziale instabilità creata dal peggioramento delle prospettive economico-finanziarie del paese. E' bene approfondire (brevemente) questo aspetto, che potrebbe tornare di attualità, coinvolgendo anche altri paesi europei.

Nello scorso mese di aprile, le banche greche hanno reso noto di avere subito, a partire dal dicembre 2009, un drenaggio di depositi pari al 4,5% del totale. Tali depositi sarebbero stati trasferiti all'estero. Allo stesso tempo, esse

⁶ In questo senso si è espresso il Governatore della Banca d'Italia nelle sue Considerazioni finali del 31/5/2010: “nel caso greco la difficoltà in Europa di trovare un accordo su un piano di salvataggio, ma anche l'indisponibilità di un processo che permetta una gestione ordinata delle crisi debitorie degli Stati sovrani, hanno amplificato il danno e il contagio, e insieme accresciuto l'azzardo morale” (pag. 7).

hanno chiesto al governo aiuti per 15 miliardi di euro, di fatto prosciugando il fondo speciale creato nel 2008 per assistere il sistema bancario nel corso della crisi finanziaria.

Ben si comprende la ragione di questa fuga di capitali all'estero. Essa è stata alimentata da coloro che prevedevano – o forse auspicavano – una uscita della Grecia dall'Unione Monetaria Europea. Se un risparmiatore teme che il suo deposito in euro venga un giorno convertito in dracme, il cui valore verrà svalutato (diciamo del 30%), ha tutta la convenienza a trasferire il suo deposito presso una banca estera: se lo scenario di svalutazione si avvererà, avrà guadagnato dall'operazione il 30%; in caso contrario, non avrà perso nulla (a parte i costi di transazione, che sembrano trascurabili data l'entità della posta in gioco). Anche se un depositante ritenesse irrealistico lo scenario della svalutazione, potrebbe pensare che molti altri lo ritengano possibile e che di conseguenza trasferiscano all'estero i loro depositi. Potrebbe temere che la fuga di capitali continui fino al punto in cui le banche non abbiano più abbastanza riserve liquide per fare fronte al ritiro di depositi; questa situazione le esporrebbe ad un serio rischio di insolvenza, in mancanza di una adeguata assistenza finanziaria. Converrebbe allora affrettarsi a ritirare i depositi, prima che le banche dichiarino bancarotta.

Il ragionamento appena fatto illustra che anche in questo caso – come in quello esaminato più sopra relativo al costo del debito pubblico – le aspettative giocano un ruolo cruciale: i mercati finanziari possono diventare molto instabili a causa delle oscillazioni delle aspettative degli operatori. La minaccia di svalutazione potrebbe dare luogo a comportamenti collettivi, anche da parte di coloro che non credono nella prospettiva della svalutazione, tali da generare – ancora una volta – una “profezia che si auto-realizza”: una

fuga dai depositi con conseguente crisi di liquidità e potenziale insolvenza delle banche.

Si potrebbe obiettare che un ragionamento come quello appena esposto è un po' troppo sofisticato per un normale depositante. Tuttavia bisogna ricordare che tipicamente le banche si finanziano anche sui mercati interbancari all'ingrosso: questi sono i primi a partire all'attacco nel caso di una crisi di fiducia. Nei mesi scorsi si sono avuti segnali che le istituzioni finanziarie internazionali hanno già ritirato buona parte dei loro finanziamenti al sistema bancario greco. Quest'ultimo è quindi già fortemente esposto ad una crisi di liquidità. Non a caso il 30 aprile scorso Moody's ha declassato il *rating* delle nove maggiori banche greche.

Questa situazione ha messo in luce tutti i limiti dei sistemi di assicurazione dei depositi basati tuttora su base nazionale, pur all'interno di un'area ampiamente integrata sul piano monetario e finanziario. La credibilità del sistema di protezione dei depositanti è garantita, in ultima analisi, dallo Stato. Ma nella prospettiva di una crisi di insolvenza dello stato stesso questa garanzia viene messa in discussione. Occorre allora riflettere sulla opportunità di creare un sistema di tutela dei depositanti su base europea, con elementi di assicurazione reciproca tra gli intermediari dei diversi paesi dell'area.

In questo scenario, un sostegno determinante al sistema bancario greco è venuto dalla BCE, che ha continuato a finanziare le banche greche attraverso le operazioni di mercato aperto. E' bene osservare che questi finanziamenti avvengono ad un tasso (1%) assai inferiore a quello previsto dal piano di assistenza finanziaria predisposto dai governi europei a favore dello stato greco. Sembra quindi delinearsi una situazione di sostanziale incoerenza delle istituzioni europee: mentre esse

sono disposte a finanziare il sistema economico-finanziario greco ad un tasso agevolato attraverso la banca centrale (di cui gli stati membri dell'area euro sono azionisti), esse sono riluttanti a finanziarlo attraverso prestiti statali e, in questo caso, applicano tassi d'interesse molto più prossimi a quelli di mercato.

Attraverso le normali operazioni di politica monetaria, la banca centrale si fa carico di un notevole rischio di credito. Questo rischio non è teorico, ma assai concreto. Basti ricordare che nel solo 2008 la BCE ha dovuto accantonare quasi sei miliardi di euro a fronte di dieci miliardi di prestiti non rimborsati da cinque banche (tre sussidiarie di banche islandesi, una banca olandese e la tedesca Lehman Brother Bankhaus AG). Tali prestiti erano garantiti da *Asset Backed Securities* che si sono poi rivelate illiquide. Il rischio a cui la BCE si espone è ulteriormente aumentato in seguito al piano di acquisto di titoli di stato sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*).

Si deve considerare che le banche greche sono indebitate nei confronti della BCE a fronte di titoli di Stato greci, depositati come collaterale. Sotto questo profilo, i *downgrading* dei titoli di Stato ellenici – avvenuti nel mese di aprile – avevano creato una situazione pericolosa. Tanto che la BCE stessa – all'inizio di maggio – aveva deciso 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. Secondo le regole della BCE in vigore prima del 3/5/2010, in base al giudizio di Standard and Poor's i titoli di stato greci non sarebbero più stati consegnabili come collaterale (essendo il *rating* BB+ contro un minimo di BBB- per essere accettati); il *rating* di Fitch si collocava al limite (BBB-) e quello di Moody's (A3) era poco al di sopra del minimo (Baa3). 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.

Alla luce di questi avvenimenti, sembra opportuno che la BCE si prenda la responsabilità di decidere in autonomia quali titoli considera degni di essere consegnati come garanzia per concedere prestiti alle banche, anziché affidarsi alla discrezionalità delle agenzie di *rating* – la cui reputazione è stata peraltro messa a dura prova dalla crisi finanziaria esplosa nel 2007-2008. Il provvedimento del 3 maggio è stato forse il primo passo in questa direzione.

9. Il rischio del contagio

Quali conseguenze 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 $\frac{3}{4}$ detenuti da stranieri. Francia e Germania possedevano $\frac{1}{4}$ del valore totale, ossia $\frac{1}{3}$ del debito estero greco, concentrato in banche, compagnie di assicurazione, fondi di investimento e altri intermediari finanziari.

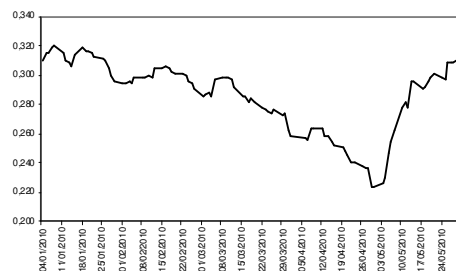
Il problema principale è dato quindi dall'esposizione del *sistema bancario* degli altri paesi verso lo Stato e il sistema bancario greci⁷. Come si accennava più sopra, se i titoli di stato greci diventassero "carta straccia" sarebbe difficile per la BCE continuare ad accettarli

⁷ 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.

come collaterale delle operazioni di rifinanziamento; ciò avrebbe conseguenze devastanti per le banche greche, che detengono quei titoli e che li utilizzano come garanzia per accedere ai prestiti presso la BCE stessa. Una crisi del sistema bancario greco potrebbe avere conseguenze imprevedibili sul resto del sistema bancario dell'area euro, che è appena uscito da una lunga crisi di liquidità, ma che è tuttora reso fragile dalla recessione in corso.

La minaccia di una crisi di liquidità delle banche greche e di perdite rilevanti per alcune banche di altri paesi dell'area euro, dovute ad una eventuale insolvenza dello stato greco, stanno cominciando a ricreare una situazione di stress sul mercato interbancario. Siamo ancora lontani dalla situazione estrema creatasi nell'ultimo trimestre del 2008, ma alcuni segnali sono preoccupanti. La FIG. 3 ne mostra uno: il differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'*overnight* alla stessa scadenza; questo *spread* è diventato l'indicatore standard – durante la crisi di liquidità del 2007-2009 – per misurare il rischio di liquidità e di controparte percepito dai partecipanti al mercato interbancario. Il grafico mostra che (seppure su livelli ancora contenuti) a partire dall'inizio di maggio lo *spread* è cresciuto di circa 10 punti base, invertendo così la sua tendenza a ridursi registrata nei mesi precedenti. La preoccupazione per il ritorno del *liquidity crunch* sul mercato monetario è stata espressa anche dal Governatore nelle sue recenti Considerazioni finali, segnalando la concentrazione degli scambi sulle scadenze brevissime (*overnight*) e sulle operazioni con garanzia (*repos*)⁸.

Figura 3 - 3M Euribor - Eoniaswap Spread (punti %) (fonte: Euribor)



Un effetto indiretto ma importante di un eventuale *default* greco si avrebbe sugli altri debitori sovrani dell'area euro, 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.

Una misura del rischio di contagio da un paese debitore ad un altro è dato dall'andamento dei premi sui CDS relativi ai debiti sovrani dei vari paesi. La FIG. 4 mostra questo indicatore per i quattro paesi notoriamente più fragili (oltre alla Grecia): Portogallo, Spagna, Italia e Irlanda; il grafico si concentra sulla scadenza breve (un anno), per evidenziare i pericoli più immediati percepiti dai mercati finanziari. Si osserva che l'esplosione della crisi greca, all'inizio di

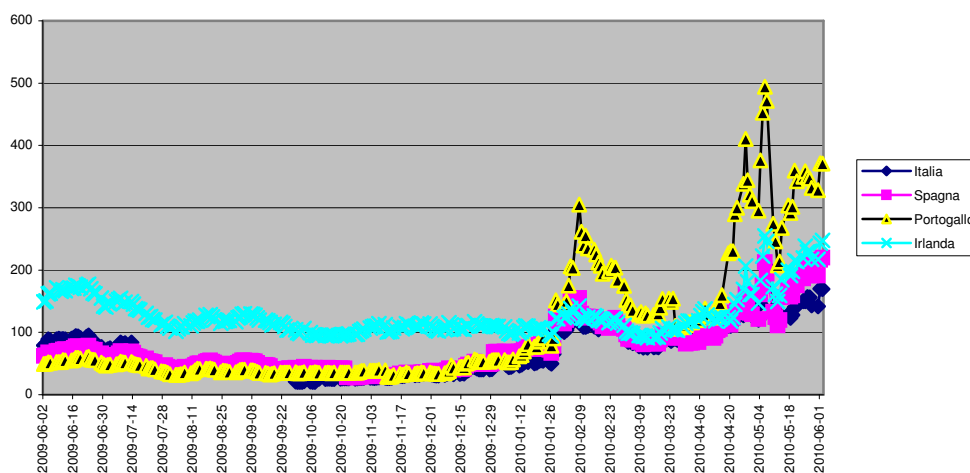
nazionali; frequente è il ricorso a contrattazioni bilaterali” (pag. 14).

⁸ “Con l’insorgere della crisi greca le forti tensioni di liquidità sul mercato interbancario, rientrate lo scorso anno, sono tornate. L’operatività è concentrata sul brevissimo termine; alta è la quota di scambi garantiti; si preferisce negoziare con controparti

quest'anno, ha avuto un impatto notevole sul rischio di credito stimato dal mercato per questi paesi. Mentre fino al gennaio 2010 i CDS *spread* apparivano piuttosto stabili (con l'Irlanda percepita come il paese più rischioso), a partire da quel mese gli *spread* hanno mostrato un andamento crescente e volatile, seguendo le varie fasi della crisi greca. In particolare, il premio pagato sul debito del Portogallo sembra molto correlato a quello greco – come si può vedere confrontando questo grafico con la FIG.

1. Una correlazione minore ma significativa è mostrata dai premi sugli altri tre paesi. La probabilità di insolvenza a breve termine di questi paesi, percepita dai partecipanti al mercato finanziario, sembra quindi essere influenzata dall'alternarsi di prospettive favorevoli oppure negative, in relazione all'esito della crisi debitoria della Grecia. I timori per un effetto di contagio ai paesi più deboli dell'area euro sembra perciò confermato.

Figura 4 - CDS spreads a 1 anno (punti base)
(fonte: Datastream)



Queste considerazioni, insieme a quelle appena fatte sul sistema bancario, spiegano perché gli altri paesi dell'area euro hanno un interesse ad evitare il *default* della Grecia, pur non essendo obbligati a farlo: in sintesi, per evitare un effetto di contagio su altri paesi dell'area, a causa dei rapporti finanziari con la Grecia e della perdita di reputazione di alcuni debitori sovrani.

10. Il ruolo della speculazione e i divieti regolamentari

Nel dibattito sulla crisi greca un elemento spesso sollevato è quello relativo al ruolo giocato dalla

speculazione. Alcuni sostengono che l'attacco speculativo sui titoli di stato greci è stato all'origine della crisi stessa, e che una sorte analoga potrebbe toccare prima o poi anche ad altri paesi dell'area. Questa convinzione è così diffusa che essa è stata sovente ripresa al massimo livello politico, non solo nel dibattito ma anche con provvedimenti concreti, quale quello adottato in Germania nel maggio scorso. E' bene chiarire che accusare la speculazione di essere la *causa* dei problemi della Grecia – e di alcuni altri paesi – è fuorviante. I problemi di questi paesi derivano da una situazione critica dei conti pubblici, oltre ad altri problemi

fondamentali di natura strutturale. Si tratta di problemi reali, non certo creati dalla speculazione finanziaria. Tuttavia le oscillazioni dei prezzi dei titoli del debito pubblico possono amplificare il problema: questo succede quando l'onere per interessi del settore pubblico sale, in seguito al diffondersi di aspettative pessimistiche sulla capacità di rimborso del debito pubblico. Come già sostenuto più sopra, le aspettative giocano un ruolo cruciale sotto questo profilo. Sarebbe compito dei governi fornire un'ancora alle aspettative, rendendo per quanto possibile prevedibile l'esito della crisi; purtroppo questo non è avvenuto nei primi mesi di quest'anno (fino all'accordo di maggio). Al contrario, il susseguirsi di voci e di prese di posizione contraddittorie hanno determinato frequenti capovolgimenti di scenario e di aspettative degli operatori. Si noti anche che le contrattazioni sul mercato secondario dei titoli pubblici e su quello dei derivati hanno spesso fornito informazioni utili sulla affidabilità degli emittenti sovrani; queste valutazioni di mercato sul deterioramento del merito di credito di alcuni stati – spesso più tempestive di quelle fornite dalle agenzie di *rating* – dovrebbero essere utilizzate anche dai *policy makers* stessi, per individuare situazioni critiche.

Con l'obiettivo dichiarato di arginare la speculazione e stabilizzare i mercati, la Bafin (l'autorità tedesca sui mercati finanziari) ha imposto – a metà maggio – i seguenti divieti: (i) vendite allo scoperto di obbligazioni governative dell'area euro e di alcune imprese finanziarie tedesche, se non legate ad un prestito titoli ("*naked short selling*"); (ii) scambio di CDS su titoli pubblici dell'area euro, non finalizzati a copertura di obbligazioni detenute in portafoglio (cosiddetti "*naked CDS*"). Questa linea di intervento è stata ulteriormente rafforzata all'inizio di giugno, con la proposta governativa

di una legge volta ad estendere il divieto di vendite allo scoperto a tutte le azioni quotate in Germania.

Queste iniziative regolamentari hanno subito suscitato prese di posizione critiche da parte di alcuni governi dell'area euro, in particolare per una questione di metodo. La Germania ha proceduto su questa linea in modo unilaterale, senza cercare alcun coordinamento con i partner europei. In questo modo, si è ulteriormente alimentata l'immagine di un'area euro divisa al suo interno, incapace di dare una risposta univoca alla crisi in atto. Inoltre, provvedimenti di questo tipo adottati da un solo paese rischiano di essere inefficaci, perché gli scambi proibiti sulla piazza tedesca possono essere facilmente sostituiti dagli scambi sulle altre piazze europee. Ma le maggiori perplessità sono sul merito dell'iniziativa. Una posizione "corta" su un titolo può essere sinteticamente definita come una posizione il cui valore aumenta quando il prezzo del titolo sottostante si riduce. Essa può essere costruita in diversi modi: per mezzo di una vendita allo scoperto (assistita da un prestito titoli oppure no); attraverso la vendita di un contratto *future*; acquistando una opzione *put*. Di conseguenza, il divieto di prendere una posizione corta in una specifica forma tecnica – quale il *naked short selling* – è destinato ad essere inefficace: questa sarà semplicemente sostituita da altre forme tecniche.

Non solo: l'iniziativa in questione rischia di avere effetti negativi. Primo, perché introduce incertezza sul quadro regolamentare: fino a quando resteranno in vigore i divieti? Saranno adottati anche in altri paesi europei? L'incertezza sulle regole non ha mai giovato ai mercati finanziari, anzi può essere fonte di volatilità, producendo così un effetto esattamente contrario all'obiettivo dichiarato, cioè la stabilizzazione dei mercati. Secondo, il

divieto di *short selling* relativo ad un insieme ristretto di titoli azionari potrebbe fare insorgere il sospetto che le autorità, che impongono quel divieto, siano in possesso di informazioni riservate e negative su alcuni emittenti, tanto da volerne artificialmente sostenere le quotazioni. Effettivamente il provvedimento tedesco è stato accompagnato da repentini ribassi dei titoli oggetto del divieto (-2,7% in media nel giorno dopo l'annuncio), a riprova che il segnale implicitamente lanciato sul mercato è stato controproducente.

11. Che fare?

Da quanto detto finora emerge che la situazione creatasi con l'esplosione della crisi greca, e con il pericolo di un contagio ad altri paesi dell'area euro, ha posto una sfida formidabile alle autorità europee nella gestione di un'emergenza che è stata giustamente definita come la fase più critica nella – pur breve – storia dell'unione monetaria europea. La gravità della situazione corrente impone un ripensamento complessivo dell'architettura istituzionale europea alla luce di tre obiettivi: (i) ridurre le divergenze strutturali tra paesi, che sono la causa ultima della crisi del debito greca e delle potenziali crisi del debito negli altri paesi deboli dell'area euro; (ii) definire *ex ante* procedure e istituzioni per gestire crisi debitorie di paesi dell'area euro, per superare l'improvvisazione e le incertezze a cui abbiamo assistito negli scorsi mesi; (iii) creare le condizioni istituzionali relative al coordinamento delle politiche fiscali per ridurre al minimo la possibilità che si ripresentino crisi del debito sovrano come quella in corso.

11.1 Ridurre le divergenze strutturali

Ricordiamo che l'euro è nato per favorire la piena integrazione finanziaria tra i paesi europei, rimuovendo l'ultimo ostacolo alla circolazione dei capitali in Europa, ovvero il rischio di cambio. Ma l'euro è nato anche per incentivare la convergenza tra le economie europee: rimuovere la possibilità di svalutare equivale a “legarsi le mani”, costringendosi a comportarsi come i paesi più virtuosi dell'area (Germania in testa) in relazione ad alcune importanti variabili economiche, quali il disavanzo pubblico, la produttività, l'inflazione. A dieci anni dalla nascita dell'Euro, possiamo dire che il primo obiettivo è stato raggiunto, il secondo no. Alcuni paesi – Grecia, Spagna, Portogallo, Italia, Irlanda – hanno accumulato notevoli divergenze rispetto ai paesi più virtuosi. Sono diventati sempre meno competitivi in termini di produttività, costo del lavoro e inflazione. Registrano disavanzi di parte corrente sempre più ampi. Presentano elevati deficit e/o debiti del settore pubblico, aggravati dalla crisi economico/finanziaria recente. E' anche possibile che la piena integrazione finanziaria abbia consentito di “nascondere sotto il tappeto” l'accumularsi di questi squilibri. Ad esempio, la Spagna ha vissuto per lungo tempo finanziando il disavanzo corrente con afflussi di capitali, che hanno sostenuto il boom del settore immobiliare; questo a sua volta può avere sostenuto la domanda e il reddito negli altri settori dell'economia: questo processo si è rivelato insostenibile nel lungo periodo, perché basato sull'accumulazione di debito e su di una dinamica eccessiva di salari e prezzi.

Occorre perciò che le regole europee non si limitino ad imporre vincoli di finanza pubblica, ma siano pensate anche per arginare l'accumularsi di squilibri strutturali. Sotto questo profilo, la Comunicazione della

Commissione del 12 maggio sembra un passo in avanti. Essa propone una riforma complessa, la cui approvazione da parte dei paesi membri non è affatto scontata. Ma è un invito a procedere nella giusta direzione.

La Comunicazione della Commissione del 12 maggio prevede infatti un monitoraggio delle divergenze macroeconomiche tra i paesi membri dell'area euro. Esso dovrebbe concretizzarsi in un esame da parte del Consiglio europeo delle divergenze, relative ad esempio all'andamento della produttività e dei conti con l'estero. Il Consiglio potrà emettere raccomandazioni ai singoli paesi dell'area euro, in caso di un esito insoddisfacente di questo esame. L'attenzione dedicata dalla Commissione alle divergenze strutturali è apprezzabile. Naturalmente, resta da vedere se il monitoraggio da parte del Consiglio europeo sarà effettivamente in grado di incidere sulle politiche nazionali.

11.2 Gestire le crisi

Con riferimento all'obiettivo (ii), occorre creare istituzioni e regole, affinché situazioni di crisi come quella greca vengano affrontate in modo ordinato, trasparente e possibilmente prevedibile. L'arma più insidiosa a disposizione di un paese ad alto debito è la minaccia di scatenare una crisi finanziaria, in caso di insolvenza. L'Europa dovrebbe dotarsi degli strumenti per non essere costretta a subire questo ricatto. Ciò significa predisporre procedure di assistenza finanziaria a un paese membro, condizionate alla realizzazione di misure che ne riducano gli squilibri. Ma significa anche prevedere come gestire l'insolvenza di un paese, senza che ciò comporti necessariamente la sua uscita dall'area euro.

Non vi è alcun nesso causale tra l'insolvenza di un paese e la sua uscita dall'unione monetaria. Affermazioni del tipo “se la Grecia è insolvente

deve uscire dall'euro” equivalgono a dire “se la California è insolvente deve uscire dal dollaro”; se la seconda affermazione non ha senso, allora anche la prima è infondata. Si aggiunga la considerazione che cambiare moneta è un processo costoso: i preparativi per introdurre l'euro sono durati alcuni anni. Inoltre l'annuncio di una uscita dall'euro, con conseguente svalutazione, esporrebbe un paese ad una fuga di capitali, difficilmente gestibile.

Un progetto interessante, che persegue le finalità qui enunciate, è quello di istituire un Fondo Monetario Europeo (FME); è stato avanzato da Daniel Gros e Thomas Mayer⁹. Il FME interverrebbe in prima battuta fornendo assistenza finanziaria ad un paese in difficoltà, subordinatamente all'adozione di un serio piano di aggiustamento fiscale. Ma l'idea più interessante è che il FME possa intervenire acquistando a sconto i titoli del debito pubblico di un paese insolvente: i detentori di quei titoli diventerebbero creditori del FME stesso, pur sopportando un costo per questo scambio; in questo modo le conseguenze dell'insolvenza sarebbero assai ridotte. Un altro aspetto interessante della proposta è che i contributi raccolti dal FME sarebbero proporzionali al disavanzo ed al debito eccessivi di un paese rispetto ai criteri di Maastricht: 3% e 60% del PIL rispettivamente. In questo modo ogni paese sarebbe disincentivato a deviare dalle regole europee, perché pagherebbe care le sue deviazioni.

D'altra parte, la proposta di Gros e Mayer presenta un punto critico: la sovrapposizione di funzioni rispetto al FMI. L'assistenza finanziaria ad un debitore sovrano è già garantita dal FMI, al quale i paesi europei contribuiscono. Si pone quindi un problema di coordinamento tra le due istituzioni, che potrebbero addirittura trovarsi a

⁹ Si veda: CEPS *Policy Brief*, febbraio 2010.

“competere” tra di loro. Se un paese europeo trovasse troppo gravose le condizioni richieste dal FME, potrebbe sempre rivolgersi al FMI (e viceversa).

Sul piano delle iniziative istituzionali, va segnalato che la Comunicazione della Commissione del 12 maggio prevede la creazione di un meccanismo di gestione delle crisi debitorie dei paesi dell'area euro. L'assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà nel finanziamento del debito pubblico dovrebbe essere condizionale alla implementazione di misure correttive di finanza pubblica. Pur avendo il vantaggio di disegnare *ex ante* le regole per affrontare la crisi di un emittente sovrano appartenente all'area euro, la proposta della Commissione ha un limite: essa prevede assistenza finanziaria solo a favore del paese debitore. Al contrario, sarebbe utile prevedere la possibilità di intervenire a favore dei creditori di uno stato insolvente (come previsto nel progetto di FME), qualora esso non rispetti gli impegni di aggiustamento fiscale e quindi non meriti il finanziamento comunitario. In questo modo verrebbe disinnescata la mina del contagio in caso di insolvenza di un debitore sovrano, togliendogli un'arma di ricatto formidabile.

11.3 Ripensare il coordinamento delle politiche fiscali

La Comunicazione propone inoltre il rafforzamento del coordinamento delle politiche fiscali. Esso prevede l'anticipo al primo semestre dell'anno della valutazione dei piani nazionali di convergenza fiscale da parte del Consiglio europeo. Questo “semestre europeo” dovrebbe consentire una maggiore capacità del Consiglio di influire sulla formulazione dei budget nazionali per l'anno successivo. Si prevede anche un rafforzamento delle sanzioni in caso di deviazioni rispetto ai parametri del

Patto: dal deposito (fruttifero) alla sospensione del Fondo di coesione. Nel valutare il rispetto dei parametri, una maggiore enfasi verrà posta sul rapporto debito/PIL: se il rapporto eccede il 60% e non mostra segni apprezzabili di riduzione, scatta la procedura per deficit eccessivi. Questa impostazione dovrebbe consentire una maggiore incisività dei vincoli posti dal Patto di stabilità, senza peraltro modificare il Trattato UE, ma agendo solo sulle procedure applicative. Inoltre essa rappresenta un approccio graduale, nel tentativo di superare le resistenze di coloro che temono una eccessiva perdita di sovranità nazionale.

Come si vede, si tratta di un modesto aggiustamento in chiave restrittiva della filosofia del Patto di Stabilità e Crescita. Basterà? Ci sembra di poter notare molto scetticismo nei commenti correnti. Possiamo distinguere due posizioni contrapposte. Alcuni ritengono che il Patto di Stabilità abbia dato così deludente prova di sé che andrebbe semplicemente buttato a mare (magari assieme alla stessa idea di una moneta unica in Europa). Altri, la maggioranza dei commentatori, si spingono a prefigurare scenari di coordinamento molto più accentuato, quasi di centralizzazione della politica fiscale a livello europeo. Si afferma che l'integrazione monetaria è nata monca perché, mentre la “gamba” monetaria è ben sviluppata, quella fiscale è praticamente inesistente, lasciando troppo spazio alla tendenza intrinseca al lassismo fiscale delle politiche nazionali. Una breve riflessione su questi temi ci sembra opportuna.

12. Due concezioni della politica fiscale in un'unione monetaria

Nel dibattito sul ruolo e sul disegno ottimale della politica fiscale in un'unione monetaria –

fiorito negli anni '90 del secolo scorso sulla scia del Rapporto Delors e della discussione dei criteri di convergenza incorporati nel Trattato di Maastricht¹⁰ erano già presenti due visioni contrapposte della politica fiscale che potremmo definire “di breve periodo” e di “lungo periodo”.

12.1 La visione di breve periodo

La visione di breve periodo prende le mosse dalla letteratura sulle Aree Valutarie Ottimali (AVO) inaugurata dal contributo pionieristico di Mundell negli anni sessanta¹¹. Se partiamo dal presupposto di Mundell, secondo il quale un'area valutaria (unione monetaria) è ottimale se è caratterizzata da piena mobilità del lavoro e piena flessibilità dei salari e dei prezzi e assumiamo, con qualche conforto empirico, che l'attuale UME non è un'Area Valutaria Ottimale (AVO), proprio per l'assenza dei requisiti elencati precedentemente, giungiamo alla conclusione che un paese appartenente all'UME non è in grado di far fronte ad uno shock asimmetrico con un aggiustamento strutturale. In altri termini, tanto per fare un esempio vicino a noi: un paese come la Grecia dovrebbe far fronte a deficit persistenti di parte corrente con un abbassamento dei salari e dei prezzi relativamente a quelli dei concorrenti ma per effetto della rigidità di queste variabili la strada dell'aggiustamento strutturale è preclusa. Come affrontare quindi uno shock asimmetrico? Esclusa la strada della politica monetaria – centralizzata a livello europeo e quindi

indisponibile per far fronte ad esigenze nazionali – e quella della variazione del tasso di cambio – esclusa per definizione in una unione monetaria – l'unica possibilità rimane la politica fiscale. In altri termini, la politica fiscale è l'unico strumento di stabilizzazione macroeconomica nelle mani di un paese partecipante a un'unione monetaria il cui grado di mobilità del lavoro e flessibilità di salari e prezzi è sub-ottimale. Imporre vincoli sulle politiche fiscali nazionali è quindi controproducente: in un'ottica dettata dalla teoria delle AVO – che abbiamo etichettato come di “breve periodo” (per ragioni che diverranno chiare tra breve) – la politica fiscale deve rimanere nelle mani dei singoli Stati, ossia deve essere decentrata.

In verità, in un'ottica AVO potrebbe avere senso anche una *centralizzazione* della politica fiscale, ossia una attribuzione dei poteri di politica fiscale a una autorità sovranazionale secondo un approccio che, nella storia dell'integrazione europea, è noto come *federalista*.

Questa autorità dovrebbe mettere in atto una politica *redistributiva* di tipo *federale*. Facciamo l'esempio di un'unione monetaria tra due paesi, A e B. Supponiamo si verifichi un cambiamento delle preferenze dei consumatori del paese C (esterno all'area) a favore dei prodotti di A e contro i prodotti di B. Il paese B, colpito da uno shock asimmetrico negativo, entrerà in recessione e registrerà un deficit del bilancio nazionale per effetto del minor gettito tributario e della maggior spesa per trasferimenti (sussidi di disoccupazione). Simmetricamente il paese A, colpito da uno shock asimmetrico positivo, registrerà un avanzo di bilancio. In queste condizioni, l'autorità sovranazionale di politica fiscale dovrebbe *redistribuire* le risorse aggiuntive afferenti al bilancio comunitario dal paese beneficiario al paese colpito. In altri termini, l'extra-gettito nel paese A dovrebbe

¹⁰ Ci sono un'infinità di articoli e volumi che hanno affrontato questi temi. Un riferimento classico è il volume di Paul De Grauwe sull'*Economia dell'integrazione monetaria* la cui prima edizione risale al 1992. Il volume in lingua inglese è giunto alla settima edizione.

¹¹ Come noto, ci sono diverse concezioni di “ottimalità” di un'area valutaria. Oltre a Mundell, ricordiamo i contributi di Kenen e Mc Kinnon, solo per fare i nomi più noti e presenti nel dibattito.

finanziare i sussidi di disoccupazione nel paese B.

La centralizzazione “buona” nella logica AVO è quindi di tipo redistributivo. Si noti che – come sottolineato nel rapporto MacDougall reso pubblico nel 1977 – questo tipo di centralizzazione ridurrebbe anche i “costi” dell’adesione all’unione monetaria dei paesi strutturalmente vulnerabili a shock idiosincratici. Il principale limite di questo approccio alla centralizzazione è la sua scarsa *fattibilità*. Gli Stati-nazione rinunciano con estrema riluttanza alla sovranità in qualsiasi campo, quello fiscale compreso. Ci risulta difficile immaginare il contribuente tedesco disposto a finanziare il sussidio o – peggio ancora – il pensionamento anticipato – del disoccupato greco.

Si noti inoltre che la centralizzazione, chiamiamola così, federalista non presuppone un controllo centrale sui conti pubblici nazionali. Nel presupposto che gli squilibri di bilancio dei singoli paesi membri siano frutto esclusivamente delle circostanze macroeconomiche (gli shock asimmetrici per l’appunto), non è necessario centralizzare il controllo dei conti pubblici, basta centralizzare la distribuzione delle risorse a disposizione del bilancio comunitario.

12.2 La visione di lungo periodo

La visione della politica fiscale in un’unione monetaria discussa finora è di breve periodo perché ignora completamente il problema della *sostenibilità* degli squilibri di finanza pubblica.

Per comprendere questo punto bisogna richiamare la relazione fondamentale che lega deficit e debito pubblico già presentata precedentemente. La riscriviamo qui per comodità del lettore:

$$\dot{b} = g - t + (i - y)b$$

Se il paese ha un deficit primario ($g > t$) e il tasso nominale di interesse è superiore al tasso di

crescita del PIL nominale ($i > y$), il rapporto debito/PIL è destinato a crescere all’infinito. In simboli b puntato – che rappresenta l’incremento del rapporto debito/PIL – è positivo

Quando un paese entra in recessione, il deficit pubblico aumenta per effetto innanzitutto degli stabilizzatori automatici. A questo effetto si associa di solito uno *stimolo* fiscale inteso a fornire domanda aggregata aggiuntiva al sistema economico. Tenuto conto che il tasso di crescita del PIL reale diventa negativo e che il tasso di inflazione si riduce (l’*output gap* diventa negativo), si deduce subito dalle legge di moto vista precedentemente che il paese è destinato a seguire una traiettoria di crescita continua del rapporto debito/PIL. Questa traiettoria è *insostenibile*. Prima o poi il paese dovrà mettere in atto un *aggiustamento fiscale* (mediante una politica fiscale restrittiva che generi un avanzo primario)¹².

L’allentamento fiscale *corrente* generato dalla recessione dovrà quindi essere compensato dalla restrizione fiscale *futura* generata dalla necessità di “riequilibrio dei conti pubblici”. Questo tipo di preoccupazione, tipicamente dovuta a un orizzonte temporale più lungo nell’analisi della politica fiscale, è assente nella visione di breve periodo delle politiche fiscali discussa precedentemente.

La visione di *lungo periodo* ci induce a pensare alla politica fiscale come a un’arma da maneggiare con cautela. Una volta utilizzata, ad esempio per combattere una recessione, deve

¹² Per stabilizzare tale rapporto occorre o generare degli avanzi primari “sufficientemente grandi” o registrare un tasso di crescita del PIL reale e/o un tasso di inflazione “sufficientemente grandi”. Come visto sopra, il rapporto debito/PIL si stabilizza solo quando $\dot{b} = 0$ ossia per un livello del debito in rapporto al PIL pari a $b = \frac{t - g}{i - y}$.

essere prima o poi “invertita” e può quindi essere utilizzata nuovamente a fini di stabilizzazione macroeconomica solo a debita distanza temporale.

L’esperienza della politica fiscale anti-ciclica adottata per combattere la Grande Recessione è assolutamente indicativa al riguardo. Tutti i paesi colpiti duramente dalla recessione hanno sperimentato una tendenza crescente del rapporto debito/PIL – sia per l’operare degli stabilizzatori automatici e dei pacchetti di stimolo, sia per la caduta del PIL reale e dell’inflazione – e si sono quindi ritrovati a dover delineare una *exit strategy* dagli squilibri di finanza pubblica. Il problema non è mai stato *se* fosse opportuno un consolidamento fiscale ma *quando* metterlo in atto. Nel precedente numero di OM avevamo auspicato che venisse evitata una correzione prematura in senso restrittivo sia della politica fiscale che di quella monetaria. La crisi greca ha messo all’ordine del giorno drammaticamente e nell’immediato la questione del riequilibrio dei conti pubblici – non solo in Grecia ma anche in tutti gli altri paesi impegnati nel recente passato in manovre fiscali espansive a fini di sostegno congiunturale della domanda.

L’anticipazione della *exit strategy* fiscale, d’altro canto, in Europa si è accompagnata ad un rinvio della *exit strategy* monetaria: la BCE ha deciso infatti di “dare una mano” – nelle forme discusse precedentemente – alle autorità fiscali non inasprando i tassi di interesse, impegnandosi anzi a mantenere liquide le condizioni dei mercati finanziari per assorbire senza scosse le nuove emissioni di titoli del debito pubblico o il *roll-over* del debito esistente.

13. Esternalità

Torniamo ora al problema delle politiche fiscali in unione monetaria. Quali sono le implicazioni della visione di lungo periodo quando si analizzano le conseguenze di politiche fiscali totalmente decentrate – come auspicato nella visione di breve periodo – in un’unione monetaria?

Supponiamo che, nell’ambito di un’unione monetaria, un paese – diciamo B, tanto per mantenere la struttura dell’esempio descritto in precedenza – stia vivendo una fase di aumento del debito in rapporto al PIL, ad esempio perché ha affrontato una recessione dovuta a uno shock asimmetrico con un allargamento del deficit pubblico¹³. Il punto sostanziale è che in un’unione monetaria ciò crea *esternalità* negative per gli altri paesi membri, ad esempio A.

Possiamo individuare due esternalità – una più evidente, l’altra meno ovvia ma dai risvolti dirompenti – tra loro collegate.

L’esternalità più immediata ed evidente è dovuta al fatto che il ricorso all’emissione di titoli del debito da parte di B fa aumentare il tasso di interesse *a livello di unione monetaria* e rende quindi più costoso il finanziamento dell’eventuale deficit per gli altri paesi membri. Inoltre, nella misura in cui il più alto tasso di interesse sui titoli del debito pubblico accresce i

¹³ In realtà, la partecipazione all’unione monetaria, eliminando completamente il premio per il rischio di cambio incorporato nel tasso di interesse sui titoli potrebbe allettare un paese con una vocazione lassista di politica fiscale a generare *deliberatamente* un deficit di bilancio proprio per approfittare del minor costo del finanziamento. Nel caso specifico dell’Unione Monetaria Europea, sull’altro piatto della bilancia c’è la rinuncia alla sovranità monetaria e quindi – dato il divieto di monetizzazione del debito introdotto nel Trattato di Maastricht – la rinuncia a finanziare il deficit con base monetaria.

trasferimenti per interessi ai detentori di titoli in questi paesi, essi registreranno un appesantimento dei conti pubblici – del tutto indipendente dalla situazione macroeconomica interna – e si troveranno quindi costretti, prima o poi, ad un consolidamento fiscale dettato indirettamente dalla politica fiscale “insostenibile” di B. E’ del tutto ragionevole attendersi che questi paesi vogliano porre limiti al “lassismo fiscale” di B.

C’è peraltro un’altra, più sottile ma dirompente esternalità – già enfatizzata all’epoca del dibattito degli anni ’90 – e di straordinaria attualità. L’aumento del tasso di interesse a livello di area, inducendo un peggioramento complessivo della finanza pubblica, può indurre i paesi membri ad aumentare la pressione sulla BCE per ottenere una politica dei tassi più accomodante. Se queste pressioni vanno a segno, la BCE potrebbe essere indotta ad allentare la politica monetaria per motivi diversi dalla stabilizzazione macroeconomica, finendo per riprodurre quella situazione di sudditanza al potere politico (definita anche di “dominazione fiscale”) che un’ampia e autorevole letteratura sull’indipendenza della banca centrale ha criticato. In altri termini, politiche fiscali non sostenibili finiscono per condizionare la *stance* di politica monetaria decisa dalla BCE. E’ del tutto ragionevole attendersi che anche per questo motivo è opportuno che l’unione voglia porre limiti al “lassismo fiscale” di un ogni singolo paese.

A voler essere rigorosi, il problema delle due esternalità potrebbe venir meno se i mercati finanziari fossero così efficienti da prezzare correttamente il rischio sovrano.

In un’unione monetaria, infatti, lo *spread* tra titoli del debito pubblico simili emessi da due Stati è determinato esclusivamente dal rischio di *default* sul debito sovrano. Se quindi B è su un

sentiero fiscalmente insostenibile, è legittimo attendersi in mercati efficienti che il tasso sui suoi titoli sia più alto della media mentre quello di A, se fiscalmente virtuoso, sarà più basso. In altri termini, il lassismo fiscale di B non si ripercuote su A e quindi sull’area nel suo complesso. Risulta pertanto ridimensionata anche la seconda esternalità, quella relativa all’aumento delle pressioni di tutti i paesi membri per ottenere una impostazione di politica monetaria più accomodante.

Occorre a questo punto chiedersi se i mercati finanziari siano nella realtà così efficienti da prezzare “correttamente” il rischio ed evitare una ripercussione a livello di area del lassismo fiscale di B.

Se guardiamo alla concreta esperienza dell’UME, notiamo che in effetti i mercati finanziari sono in grado di discriminare in termini di “qualità” il debito pubblico emesso dai diversi Stati. Gli *spread* infatti non sono nulli – sebbene prima della crisi greca fossero veramente di modesta entità – e soprattutto tendono a divaricarsi in caso di andamenti delle finanze pubbliche divergenti. Nel corso della crisi la differenziazione è stata evidente. Rimane da vedere se questa valutazione è “corretta”.

Supponiamo ad esempio che gli operatori dei mercati finanziari credano che in caso di tendenza al *default* di B, gli altri membri dell’unione offrano garanzie per il governo di B o effettuino un vero e proprio *bail-out*, ad esempio acquistando titoli del debito di B o assistendolo direttamente con un sussidio finanziario. La garanzia implicita di *bail-out* (ossia di non *default*) nel futuro indurrà gli operatori ad acquistare nel periodo corrente titoli del debito pubblico di B ad un tasso che sottostima la sottostante reale probabilità di *default*. Se il governo di B conosce questa situazione, esso avrà un incentivo ad adottare

una politica fiscale lassista. Ciò indurrà una tendenza generalizzata all'aumento dei tassi nell'area, dovuta al *free riding* fiscale. In fin dei conti, la garanzia implicita di *bail-out* che i mercati finanziari si attendono ripristina le condizioni per il manifestarsi della duplice esternalità di cui abbiamo parlato precedentemente.

E' difficile immaginare che i governi greci abbiano deliberatamente sfruttato questo meccanismo. Nella determinazione del corso effettivo di politica fiscale si mescolano molti elementi, alcuni di tipo extra-economico, ossia esplicitamente sociologico o politico. Non è da escludere, tuttavia, che in qualche modo l'appartenenza all'UME, una volta conseguita, sia stata percepita, anche a livello politico, come una garanzia implicita di salvezza anche nel *worst case scenario*.

Perché mai gli altri membri dell'unione dovrebbero andare in soccorso del paese lassista? La risposta, ancora una volta già presente nel dibattito di venti anni fa, sta nel rischio di *contagio*, su cui ci siamo già soffermati più sopra. Il paese A, virtuoso, potrebbe andare in soccorso di B, lassista, solo per effetto del rischio che i mercati entrino in fibrillazione e, presi dal panico, finiscano per punire con tassi di mercato straordinariamente elevati anche gli altri paesi, fiscalmente virtuosi o meno lassisti.

14. Il Trattato di Maastricht e la *no bailout clause*

Il rapporto Delors ha sposato in pieno la visione di lungo periodo della politica fiscale. Il punto di vista del rapporto è stato poi travasato nel trattato di Maastricht. Agli estensori del Trattato era quindi ben chiaro che la garanzia implicita di

bail-out avrebbe distorto il prezzo dei titoli del debito pubblico in modo tale da generare la duplice esternalità discussa precedentemente. Per questo motivo, il trattato contiene la famosa clausola di non-salvataggio (*no bail-out clause*) che obbliga i paesi membri a non andare in soccorso del partner lassista in caso di crisi del debito sovrano.

La consapevolezza del problema c'era, quindi, e non si può dire che essa sia stata sottovalutata dato che si è tradotta in un articolo del Trattato. E' d'altronde vero che un altro articolo del Trattato regola espressamente l'assistenza finanziaria al paese in difficoltà (assistenza sì, quindi, ma salvataggio completo no). Infine, era perfettamente prevedibile – ed in effetti già previsto – che la semplice dichiarazione di *no bail-out* avrebbe potuto essere considerata poco credibile.

15. Il Patto di Stabilità e Crescita

Il Trattato di Maastricht non si limita a fissare la procedura di deficit (pubblico) eccessivo (sul tema degli squilibri pubblici e/o privati si veda il BOX) – uno dei criteri di convergenza – ma configura una proiezione di tale procedura anche a unione monetaria realizzata. Quest'ultima ha dato vita al *Patto di Stabilità e Crescita* incorporato nel Trattato di Amsterdam del 1997. Se si sposa la visione di breve periodo della politica fiscale il Patto è semplicemente "stupido" – come ebbe a definirlo Romano Prodi – perché inutilmente restrittivo. Questo punto di vista è assolutamente legittimo in base ad argomentazioni puramente economiche, anche se è stato cavalcato ripetutamente dai vertici politici di alcuni paesi semplicemente per annacquare la disciplina fiscale richiesta dal Patto stesso.

Se si sposa la visione di lungo periodo, al contrario, il Patto è necessario, proprio per limitare il *free riding* fiscale e la connessa duplice esternalità discussa più sopra.

Possiamo dire che il Patto è stato un successo? La crisi del debito pubblico greco pesa come un macigno a favore di una risposta sostanzialmente negativa. Il PSC ha introdotto una distorsione intrinsecamente deflazionista nella politica di bilancio europea che ha incentivato i governi ad aggirarlo o ad allentarne le maglie ripetutamente. A cominciare dal trattamento di favore *de facto* riservato alla Germania e alla Francia nel corso della recessione del 2003-2004. Questo indebolimento ne ha fatto un'arma spuntata sia per gestire la stabilizzazione macroeconomica sia per impedire la deriva dei bilanci pubblici. Attualmente ci si sta muovendo in una direzione che non modifica radicalmente il quadro e rischia quindi, al di là delle buone intenzioni, di scontrarsi con la realtà – e con la necessità per i governi di far fronte ai problemi della stabilizzazione macroeconomica – alle prime avvisaglie di una nuova crisi.

La centralizzazione che nella visione di lungo periodo avrebbe senso intraprendere non è quella federalista e redistributiva che abbiamo visto nella discussione delle implicazioni per la politica fiscale della teoria delle AVO. La centralizzazione federalista del bilancio pubblico lascia che gli shock asimmetrici determinino indirettamente la distribuzione dei fondi di bilancio. Shock asimmetrici distribuiti casualmente tra gli Stati, però, non sono la norma. Scegliendo questa strada, la presenza di divergenze strutturali tra aree/Stati all'interno dell'Unione Monetaria indurrebbe a redistribuire sistematicamente da alcune specifiche aree ad alto reddito e basso deficit ad altre aree a basso

reddito e alto deficit. Una situazione a lungo andare politicamente insostenibile.

Box: Debito pubblico e/o debito privato?

La posizione italiana nella definizione delle nuove procedure che potremmo definire per “debito eccessivo” – ossia nella revisione dei criteri di valutazione dello squilibrio di finanza pubblica a livello nazionale nell'Eurozona – si caratterizza per l'enfasi sul debito aggregato (pubblico e privato) piuttosto che sul solo debito privato. Si tratterebbe, in altri termini, di considerare (in forme e modi che sono ancora da definire) nella valutazione della sostenibilità della posizione debitoria di un paese non solo il debito pubblico ma anche quello dei soggetti privati. Se si adottasse questo criterio, infatti, il debito aggregato in Italia sarebbe attualmente al 316% del PIL. Dal momento che il debito pubblico si attesta al 118%, il debito privato è inferiore al 200%. Si tratta di un dato migliore (anche se solo di poco) rispetto a quello della Francia, che si attesta al 319%, (84% pubblico e 235% privato) e decisamente migliore di quello della Spagna, che registra il 360% (65% pubblico e 295% privato). La stessa Germania non è messa molto bene in termini di debito privato, con un rapporto percentuale che raggiunge il 205% e che pertanto è superiore a quello italiano. In termini di debito totale invece il rapporto rispetto al PIL in Germania è al 283%. La Gran Bretagna, che però non aderisce all'UME, ha un rapporto totale di quasi il 500%, col debito pubblico che pesa solo per l'80%. Rimane da vedere in quali forme possa pesare il debito totale in percentuale del PIL nella attuazione concreta delle nuove procedure. Una possibilità – di cui si è esplicitamente parlato – è la graduazione delle sanzioni – in caso di squilibrio di finanza pubblica eccessivo – in base al rapporto debito aggregato/PIL.

La Grecia è stata di fatto commissariata: nel corso della crisi ha rinunciato *in toto* alla propria



sovranità fiscale e ha accettato la condizionalità congiunta del FMI e della Commissione Europea. Questa accettazione del controllo centrale sul bilancio pubblico di uno Stato è il frutto della crisi. Sarebbe auspicabile che una forma soft di condizionalità del centro sovranazionale sugli Stati membri fosse liberamente accettato come un passo necessario per scongiurare altre crisi. In altri termini occorrerebbe centralizzare le scelte di bilancio piuttosto che il bilancio pubblico. Ma per far ciò occorre un rilancio coraggioso dell'integrazione politica. Un obiettivo troppo in là da venire per consentirci di essere ottimisti.

3. LA FINANZA PUBBLICA ♦

Nel corso del 2009 lo stato dei conti pubblici in Italia è ulteriormente peggiorato, nonostante l'azione discrezionale del Governo sia sempre stata orientata in senso restrittivo; le misure adottate tra il 2008 e il 2009 hanno infatti avuto effetti sostanzialmente nulli sull'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche. Nel 2010, il quadro non si presenta molto diverso, ma il rapporto debito/PIL, il cui elevato livello rappresenta un elemento di forte debolezza per il Paese, è previsto ancora in aumento. Lo scorso 31 maggio, stanti le forti tensioni sui mercati finanziari internazionali, il Governo ha varato un decreto legge, per anticipare le misure correttive per il triennio 2011-2013 e riportare il rapporto disavanzo/PIL al di sotto del 3%, come richiesto dalla procedura per i disavanzi eccessivi avviata dall'Unione Europea nei confronti dell'Italia lo scorso mese di gennaio.

Le pagine che seguono presentano innanzitutto l'andamento dei principali aggregati di finanza pubblica nel 2009 e nel 2010 ed illustrano gli interventi attuati dal Governo nel corso del 2009, per la correzione dei conti pubblici e per contrastare gli effetti della recessione. Si soffermano poi sui recenti interventi proposti per il prossimo triennio e sugli effetti che essi dovrebbero produrre sui conti pubblici. Infine, discutono, sia pure a grandi linee, i contenuti della Legge 196/2009, che introduce nuove norme in materia di contabilità e finanza pubblica.

1. I conti pubblici nel 2009 e 2010

I risultati di consuntivo per il 2009 mostrano un evidente peggioramento dei conti pubblici rispetto al 2008 (TAB. 1).

TAB. 1 – Entrate e spese della P.A.: 2008, 2009 e 2010 (miliardi di euro)

	2008 cons.	2009 cons.	2010 stime
Entrate tributarie	456,2	441,9	447,0
- imposte in conto capitale	0,5	12,2	1,6
Contributi sociali	215,9	215,0	217,9
Altre entrate	60,0	61,1	62,7
Entrate totali	732,1	718,0	727,6
Spese correnti netto interessi	635,1	661,8	674,8
- personale	169,8	171,6	175,5
- consumi intermedi	129,0	137,2	138,9
- prestazioni sociali	277,3	291,3	298,0
- altre	59,0	61,7	62,4
Interessi passivi	81,2	71,3	71,4
Spese correnti totali	716,3	733,1	746,1
Spese in conto capitale	58,4	65,8	59,6
Spese totali netto interessi	693,5	727,6	734,4
Spese totali	774,6	798,8	805,7
- spesa sanitaria	108,5	110,6	114,7
Pressione fiscale (% PIL)	42,9	43,2	42,8
Saldo primario (% PIL)	2,5	-0,6	-0,4
Risparmio pubblico (% PIL)	0,8	-2,0	-1,6
Indebitamento netto (% PIL)	2,7	5,3	5,0
Debito pubblico (% del PIL)	106,1	115,8	118,4

L'indebitamento netto si è portato dal 2,7% al 5,3% del PIL; l'avanzo primario, pari al 2,5% del PIL nel 2008, si è trasformato in un disavanzo dello 0,6% del PIL; anche il risparmio pubblico è tornato negativo, al 2,0% del PIL. Infine, il rapporto debito/PIL si è attestato al 115,8%.

Per meglio comprendere questi risultati, è opportuno analizzare, sia pure a grandi linee, la sottostante dinamica delle principali categorie di entrata e di spesa. Con riferimento al 2009, le entrate complessive si sono ridotte dell'1,9%, con un aumento della pressione fiscale dal 42,9% al 43,2% del PIL (la riduzione delle

♦ A cura di Flavia Ambrosanio.

entrate è infatti risultata inferiore alla riduzione del PIL nominale, pari a circa il 3%). La riduzione delle entrate è essenzialmente imputabile alla marcata flessione delle imposte dirette, la cui incidenza sul PIL è diminuita dal 15,3% al 14,6%, ed a quella più contenuta delle imposte indirette, scese dal 13,8 al 13,6% del PIL (TAB. 2). A sostegno del gettito hanno invece agito le misure una tantum, per un ammontare pari allo 0,8% del PIL; si tratta, in particolare delle maggiori imposte derivanti dal riallineamento dei valori di bilancio delle società che adottano i principi IAS (secondo le disposizioni della legge finanziaria per il 2008 e il successivo decreto di prima attuazione del 30 luglio 2009)¹ pari a circa 6,6 miliardi di euro e degli introiti derivanti dal cosiddetto “scudo fiscale ter”, per circa 5 miliardi di euro, un prelievo straordinario sulle attività patrimoniali e finanziarie detenute al di fuori dello Stato Italiano in violazione della disciplina sul monitoraggio valutario.

Nel corso del 2009 sono invece sensibilmente aumentate tutte le componenti della spesa primaria (ovvero della spesa al netto degli interessi passivi), che ha registrato una crescita del 4,9%, con un aumento dell’incidenza sul PIL al 47,8% dal 44,2% nel 2008 (TAB. 3). In particolare, la spesa corrente al netto degli interessi è aumentata del 4,2%, collocandosi al 43,5% del PIL, trainata soprattutto dai consumi intermedi e dalle prestazioni sociali. I primi hanno segnato una crescita del 6,3%, a causa principalmente dell’aumento delle spese del Ministero della Difesa e dei costi di

intermediazione finanziaria (per l’aumento dei tassi di interesse praticati sui prestiti concessi dal sistema creditizio alle Amministrazioni Pubbliche). La dinamica delle prestazioni sociali, con una crescita del 5%, ha risentito, oltre che dell’aumento della spesa pensionistica, del significativo aumento della spesa per gli ammortizzatori sociali (6,4 miliardi di euro nel 2008 e circa 10 miliardi nel 2009). Più modesto è invece risultato l’aumento delle altre componenti. La crescita della spesa primaria è stata in parte compensata dalla riduzione degli oneri per interessi passivi (- 12,2%), connessa al calo dei tassi di interesse.

TAB. 2 – Entrate fiscali (% del PIL)

	2008	2009	2010
Imposte dirette	15,3	14,6	15,0
Imposte indirette	13,8	13,6	13,6
Imposte in conto capitale	0,0	0,8	0,1
Contributi sociali	13,8	14,1	14,0
Pressione fiscale	42,9	43,2	42,8

TAB. 3 – Spesa pubblica (% del PIL)

	2008	2009	2010
Spesa corrente primaria	40,5	43,5	43,4
Interessi passivi	5,2	4,7	4,6
Spesa corrente totale	45,7	48,2	48,0
Spesa in conto capitale	3,7	4,3	3,8
Spesa primaria totale	44,2	47,8	47,2
Spesa totale	49,4	52,5	51,8

Va poi sottolineato l’incremento inusuale della spesa in conto capitale, la cui incidenza sul PIL è salita dal 3,7% al 4,3%. Esso è in gran parte spiegato dal riacquisto degli immobili degli Enti di Previdenza non ancora venduti nell’ambito dell’operazione SCIP 2 (circa 900 milioni di euro) e dai rimborsi fiscali di carattere straordinario alle imprese. Come ha sottolineato

¹ Più precisamente era stata data facoltà alle imprese di optare, a titolo oneroso, per il riallineamento dei valori contabili, con riferimento alle divergenze determinate dall’applicazione di diversi criteri fiscali, ai nuovi principi contabili internazionali, IAS (International Accounting Standards) ora rinominati IFRS (International Financial Reporting Standards).

la Corte dei Conti, “ ... Nel complesso non sembra essersi interamente concretizzata la volontà del Governo di contrastare la recessione attraverso un significativo aumento della dotazione infrastrutturale dell’economia”.

Per quanto riguarda il 2010, l’indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è stimato al 5% del PIL, con un leggero miglioramento rispetto al 2009; il disavanzo primario è previsto scendere dallo 0,6% allo 0,4% del PIL; migliorerebbe anche il disavanzo di parte corrente (risparmio pubblico); continuerebbe invece la crescita del debito fino al 118,4% del PIL. Si dovrebbe anche realizzare una lieve riduzione della pressione fiscale, al 42,8% del PIL.

Questi risultati scontano una forte riduzione del tasso di crescita della spesa corrente al netto degli interessi (dal 4,2% al 2%), per effetto soprattutto della minore crescita dei consumi intermedi e delle prestazioni sociali. È invece prevista in aumento la crescita della spesa sanitaria (dall’1,9% al 3,7%). Gli interessi passivi resterebbero più o meno stabili. La spesa in conto capitale dovrebbe invece diminuire e riportarsi su livelli simili a quelli del 2008, per il venire meno delle componenti di natura straordinaria. La spesa pubblica complessiva si attesterebbe al 51,8% del PIL.

La dinamica delle entrate e delle spese nel 2010 sconta gli effetti dei provvedimenti di finanza pubblica adottati a partire dall’estate del 2009, che vengono illustrati nelle pagine che seguono.

2. La manovra per il 2010

La manovra di finanza pubblica per il 2010 è stata attuata con più provvedimenti: il D.L. 78/2009 (L. 102/2009), cosiddetto “anticrisi”, collegato al DPEF 2010-2013; la L. 99/2009,

cosiddetto “pacchetto sviluppo”; la L. 191/2009, Legge finanziaria per il 2010.

2.1 Il decreto anticrisi

Il D.L. 78 del mese di giugno del 2009 ha individuato nuove risorse da destinare al finanziamento di misure “per contrastare la crisi, per il rilancio e il sostegno dell’economia e altri interventi urgenti e indifferibili a favore del bilancio pubblico”. In base alle stime ufficiali, le misure anticrisi producono nel 2010 maggiori risorse per circa 4,8 miliardi di euro e maggiori spese per circa 4,7 miliardi di euro, con un impatto praticamente nullo sull’indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (una riduzione di 91 milioni di euro). Esse sono illustrate nella TAB. 4.

TAB. 4 – Gli effetti del D.L. 78/2009 per il 2010 (milioni di euro)

Maggiori risorse	4.759
Maggiori entrate	3.443
- paradisi fiscali	1.021
- compensazione crediti fiscali	1.000
- altre	1.422
Minori spese	1.317
- spesa sanitaria	850
- aumento età pensionabile	120
- riduzione fondo occupazione	230
- altre	117
Utilizzo delle risorse	4.668
Maggiori spese	2.662
- Fondo settore sanitario	800
- sostegno alle famiglie	208
- interventi politica economica	203
- mercato del lavoro	230
- partecipazione a banche e fondi	284
- operazioni su titoli Alitalia	230
- altro	707
Minori entrate	2.006
- detassazione investimenti	1.861
- altro	145

Le maggiori entrate derivano, per poco più di un miliardo di euro, dal contrasto ai fenomeni di evasione ed elusione fiscale, con l'inasprimento delle sanzioni sulle attività di natura finanziaria detenute nei paradisi fiscali e l'introduzione di norme volte a ridurre il fenomeno degli arbitraggi fiscali, subordinando l'accesso ai regimi fiscali agevolativi delle imprese che operano a livello internazionale all'effettivo radicamento nel territorio di insediamento. Ancora un miliardo di euro è atteso dalle misure di contrasto al fenomeno della compensazione dei crediti IVA inesistenti, ivi incluso l'inasprimento delle sanzioni. Ulteriori risorse discendono dal potenziamento dell'attività di riscossione, dalle disposizioni in materia di giochi, dal pagamento del contributo forfetario di 500 euro per la regolarizzazione di lavoratori adibiti alle funzioni di badanti o colf.

Sono poi attesi risparmi di spesa per circa 1,3 miliardi di euro, che provengono essenzialmente dal comparto sanitario (riduzione del tetto della spesa farmaceutica territoriale), dall'aumento dell'età pensionabile (progressivo allineamento dell'età pensionabile delle donne al requisito dei 65 anni) e dalla riduzione del Fondo per l'occupazione e la formazione.

Per ciò che concerne gli utilizzi, sono disposte maggiori spese per quasi 2,7 miliardi di euro: istituzione del Fondo per interventi nel settore sanitario, incentivi alle imprese che assicurano il rientro anticipato dei lavoratori in cassa integrazione impiegati in progetti di formazione, misure di tutela dei piccoli risparmiatori che hanno investito in titoli Alitalia, interventi in materia di microcredito e contenimento dei costi delle commissioni bancarie. Minori entrate per circa 1,8 miliardi di euro derivano infine dalla detassazione degli investimenti delle imprese.

2.2 La legge finanziaria per il 2010

La legge finanziaria per il 2010 reperisce "risorse" per 6,1 miliardi di euro, 4,5 dei quali provenienti da maggiori entrate e 1,6 da risparmi di spesa, per finanziare interventi di pari importo, con un effetto, anche in questo caso, praticamente nullo sull'indebitamento netto (TAB. 5).

TAB. 5 – Gli effetti della Legge finanziaria per il 2010 (milioni di euro)

Maggiori entrate	4.521
Saldo IRPEF	3.716
Altre misure	805
Minori entrate	1.200
Detassazione contratti di produttività	800
Altre misure	400
Maggiori entrate nette (A)	3.321
Maggiori spese	4.855
Sanità	984
Nuove leggi di spesa	780
5 per mille IRPEF	400
Università	240
Autotrasporto	400
Lavoratori socialmente utili	370
Spese in conto capitale	705
Altre spese	976
Minori spese	1.583
Province Trento e Bolzano	500
Fondo interventi politica economica	200
FAS	205
Dismissione beni demaniali	250
Altre	428
Maggiori spese nette (B)	3.272
Effetto sull'indebitamento netto (A-B)	- 49

Le maggiori entrate derivano per la maggior parte (3,7 miliardi di euro) dal recupero della riduzione temporanea dell'acconto dell'IRPEF dovuto dalle persone fisiche nel novembre del 2009. Altre maggiori entrate, per 0,8 miliardi di euro, provengono dal recupero di aiuti di Stato a favore di imprese di servizi pubblici e dall'imposta sostitutiva sulla rivalutazione delle partecipazioni e dei terreni.

Le minori spese sono attese dalla revisione dell'ordinamento finanziario delle province autonome di Trento e di Bolzano e della Regione Trentino-Alto Adige; dalla riduzione del Fondo per gli interventi strutturali di politica economica; dalla semplificazione delle modalità di alienazione di beni immobili di proprietà dello Stato; dalla riduzione del Fondo per le aree sotto-utilizzate, del Fondo di stabilizzazione della Finanza pubblica, del Fondo strategico per il Paese a sostegno dell'economia reale.

Gli impieghi di queste risorse si concretizzano in minori entrate per 1,2 miliardi e maggiori spese per 4,9 miliardi di euro.

Le minori entrate derivano dalla proroga della detassazione dei contratti di produttività, dalla riduzione dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro che assumono disoccupati ultracinquantenni e dalla proroga della sospensione dei versamenti tributari e contributivi a causa del terremoto in Abruzzo.

Le maggiori spese sono soprattutto di natura corrente e riguardano innanzitutto il settore sanitario, con l'aumento del finanziamento ordinario e l'aumento del Fondo per le non autosufficienze, come concordato con il Patto per la salute 2010-2012².

Discendono inoltre dalla proroga della devoluzione del 5 per mille dell'IRPEF ad organizzazioni di volontariato ed enti di ricerca; dall'incremento delle risorse per le università e

² Esso contiene anche norme per il controllo della spesa sanitaria: vincoli alle erogazioni per il personale già stabiliti nel Patto per la salute del 2006; definizione del livello del disavanzo regionale, oltre il quale diventa obbligatoria la presentazione di un piano triennale di rientro; aumenti automatici delle aliquote dell'addizionale regionale all'IRPEF e dell'IRAP (rispettivamente di 0,3 e 0,15 punti percentuali) nelle Regioni che non raggiungono gli obiettivi del piano di rientro; blocco del turnover del personale sanitario; divieto di effettuare spese non obbligatorie e nullità di atti e contratti stipulati in violazione di queste due ultime disposizioni.

per le scuole non statali; dalla stabilizzazione dell'occupazione dei lavoratori impiegati in attività socialmente utili; dal sostegno al settore dell'autotrasporto; dalla proroga delle agevolazioni contributive nel settore agricolo; dallo sblocco delle assunzioni nei comparti della polizia e dei vigili del fuoco; dal finanziamento di nuove leggi di spesa; dalla semplificazione dei requisiti di accesso agli ammortizzatori sociali e dalla proroga di quelli concessi in deroga; dall'aumento dell'indennità per i collaboratori a progetto che perdono il lavoro; dagli incentivi alle agenzie di lavoro che collocano lavoratori disoccupati; dai crediti d'imposta per investimenti in ricerca e sviluppo.

3. La manovra per il 2011-2013

Il 31 maggio è stato varato il D.L. n. 78 recante "misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica", per il quale è ancora in corso l'iter di conversione in legge. È comunque interessante illustrarne contenuti e probabili effetti sui saldi di finanza pubblica, sulla base delle informazioni ad oggi disponibili.

Si tratta di una manovra di correzione dei conti pubblici che investe il triennio 2011-2013, per conseguire l'obiettivo di riportare il rapporto disavanzo/PIL entro il 3%, come richiesto dal Consiglio Europeo, nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Secondo le stime ufficiali, essa comporterebbe una riduzione dell'indebitamento netto pari a circa 12 miliardi di euro nel 2011 e a circa 25 miliardi nel 2012 e nel 2013.

La manovra si basa per circa un terzo sull'aumento delle entrate e per la parte restante sulla riduzione delle spese correnti e in conto capitale (TAB. 6).

TAB. 6 – Gli effetti del D.L. 78/2010 (milioni di euro)

	2011	2012	2013
Maggiori entrate	6.413	10.716	8.036
Minori entrate	2.318	625	32
Maggiori entrate nette	4.095	10.091	8.004
Maggiori spese	2.220	847	470
Minori spese	10.178	15.738	17.445
Minori spese nette	7.958	14.891	16.975
Totale manovra	12.053	24.982	24.979

La manovra sulle entrate

La quasi totalità delle maggiori entrate deriva dal potenziamento dei processi di accertamento delle imposte e dalle misure di contrasto all'evasione (TAB. 7).

TAB. 7 – Maggiori entrate ex D.L. 78/2010 (milioni di euro)

	2011	2012	2013
Maggiori entrate	6.413	10.716	8.036
- accertamento	2.124	4.592	4.298
- anti-evasione	3.191	3.179	2.493
- canoni stradali	768	315	315
- acconto IRPEF	-	2.300	600
- altro	330	330	330
Minori entrate	2.318	625	32
- acconto IRPEF	2.300	600	-
- altro	18	25	32
Maggiori entrate nette	4.095	10.091	8.004

Per quanto concerne il potenziamento dell'attività di accertamento, viene, in primo luogo, proposto un aggiornamento del cosiddetto "redditometro" (accertamento sintetico dei redditi delle persone fisiche), che prevede che l'autorità tributaria possa contestare la presunta evasione al contribuente, il cui tenore di vita (livelli di spesa) risulti eccessivo rispetto al reddito dichiarato³; in secondo luogo, si

³ Vigè comunque una «clausola di garanzia», secondo la quale la determinazione sintetica del reddito è consentita solo quando lo scostamento tra il

introducono misure per accelerare la riscossione delle somme dovute a seguito dell'attività di accertamento dell'Agenzia delle entrate in materia di imposte sui redditi e di imposta sul valore aggiunto e per semplificare il recupero dei crediti contributivi dell'INPS; vengono inoltre introdotte limitazioni alla compensazione dei crediti e debiti d'imposta⁴.

Le disposizioni di contrasto all'evasione fiscale sono numerose e di varia natura. Innanzitutto si introduce l'obbligo di comunicazione telematica delle operazioni rilevanti ai fini IVA, di importo pari o superiore a 3.000 euro, per prevenire le frodi «carosello» e le false fatturazioni. Allo stesso scopo, per le cosiddette imprese «apri e chiudi» vengono disposti controlli sistematici da parte dell'Agenzia delle entrate, della Guardia di Finanza e dell'INPS; un'analoga attività di vigilanza sistematica viene proposta anche per le imprese in perdita «sistemica», che si dichiarano in perdita per più di un periodo d'imposta. Rilevanti maggiori entrate dovrebbero poi derivare dall'assoggettamento a ritenuta d'acconto dei compensi corrisposti mediante bonifici, quale modalità obbligatoria di pagamento per beneficiare di oneri deducibili o per i quali spetta la detrazione d'imposta (ad esempio per fruire delle detrazioni del 36%). Ugualmente rilevanti sono le norme di adeguamento alle direttive OCSE in materia di prezzi di trasferimento, con la previsione di una documentazione standardizzata, che consenta il riscontro della conformità al valore normale dei prezzi di trasferimento praticati dalle imprese. Si segnala poi una disposizione che incentiva il

reddito presunto e quello dichiarato sia pari ad almeno il 20%.

⁴ In particolare, la norma preclude la compensazione dei crediti d'imposta, nel caso in cui al contribuente siano state notificate cartelle di pagamento per imposte erariali e sia scaduto il termine di pagamento.

ricorso all'incrocio tra le basi dati dell'INPS e dell'Agenzia delle entrate, mirante a contrastare i fenomeni di microevasione, in particolare dell'evasione dell'imposta sui redditi da parte di soggetti che fruiscono abitualmente di servizi e prestazioni sociali. Infine altre misure meno rilevanti sotto il profilo degli effetti finanziari riguardano l'aggiornamento del catasto, la centralizzazione delle attività di accertamento e controllo, la modifica della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi, il disincentivo ad utilizzare bonus e *stock option* come sistemi retributivi per manager ed amministratori di banche ed istituti finanziari (applicazione di un'addizionale del 10% sui compensi corrisposti a tale titolo che eccedano il triplo degli emolumenti fissi della retribuzione), l'obbligo per i non residenti di indicazione del codice fiscale per l'apertura di rapporti con operatori finanziari, compilazione di una *black list* dei Paesi dove è maggiore il rischio di riciclaggio ed è assente un adeguato scambio di informazioni anche in materia fiscale.

Infine, maggiori entrate non tributarie sono attese dall'applicazione del pedaggio sulle autostrade e sui raccordi autostradali in gestione diretta di ANAS SpA.

3.1 La manovra sulle spese

La manovra correttiva sulle spese riguarda i soliti ambiti di intervento, in particolare enti territoriali, pubblico impiego e previdenza (TAB. 8).

Per quanto riguarda gli enti territoriali, il loro contributo alla correzione dei conti pubblici è fissato in 6,3 miliardi di euro nel 2011 e 8,5 miliardi nel 2012 e nel 2013. Nello specifico, per il 2011, 4 miliardi di euro sarebbero a carico delle Regioni a statuto ordinario, 500 milioni a carico delle Regioni a statuto speciale e delle province autonome di Trento e di Bolzano, 300

milioni a carico delle province e 1,5 miliardi a carico dei comuni soggetti al Patto di stabilità interno. Questo contributo si concretizza in una riduzione dei trasferimenti erariali a tali enti. Il taglio dei trasferimenti è accompagnato da un inasprimento del meccanismo sanzionatorio nei confronti degli enti che non rispettano i vincoli del patto di stabilità interno: per i comuni si prevede la riduzione dei trasferimenti erariali in misura pari allo scostamento dall'obiettivo e l'azzeramento dei trasferimenti in caso di mancato invio della certificazione del rispetto del patto entro sessanta giorni dalla scadenza prevista; per le Regioni e le province autonome di Trento e di Bolzano, si prevede il versamento al bilancio dello Stato di una somma pari allo scostamento dall'obiettivo e il blocco dei prelievi dalla tesoreria statale, nel caso di mancato invio della certificazione del rispetto del patto.

TAB. 8 – Minori spese ex D.L. 78/2010 (milioni di euro)

	2011	2012	2013
Maggiori spese correnti	1.900	527	150
- Fondo ISPE	1.700	250	-
- altro	200	277	150
Maggiori spese c/cap.	320	320	320
Totale maggiori spese	2.220	847	470
Minori spese correnti	9.428	14.438	15.545
- patto stabilità interno	6.300	8.500	8.500
- retribuzioni	1.003	1.485	1.787
- rateizzazione TFS	400	240	-
- finestre pensionamento	360	2.600	3.500
- criteri invalidità	80	160	220
- spesa farmaceutica	600	600	600
- tagli lineari Ministeri	665	750	811
- altro	20	103	127
Minori spese c/cap.	750	1.300	1.900
Minori spese nette	7.958	14.891	16.975

I risparmi degli enti territoriali soggetti al Patto di stabilità interno dovrebbero derivare dal contenimento della spesa di personale (riduzione del turnover e delle forme di lavoro flessibile), dal processo di razionalizzazione delle strutture burocratiche e amministrative, dall'adeguamento della contrattazione integrativa alla disciplina prevista per le amministrazioni statali, dalla riduzione dei costi della politica⁵.

Un trattamento particolare è invece riservato al comune di Roma, data l'eccezionale situazione di squilibrio finanziario: si propone, infatti, la costituzione di un fondo con una dotazione annua di 300 milioni di euro, a decorrere dal 2011, per il concorso al sostegno degli oneri derivanti dall'attuazione del piano di rientro; la restante parte delle somme necessarie potrebbe essere reperita attraverso un'addizionale sui diritti di imbarco dei passeggeri in partenza dagli aeroporti della città (al massimo 1 euro per passeggero e 200 milioni l'anno), o l'aumento dell'addizionale comunale all'IRPEF fino al limite massimo dello 0,4%⁶.

⁵ Il decreto stabilisce, tra l'altro, che chi riveste incarichi in più enti appartenenti a livelli di governo diversi debba ricevere un unico compenso. Modifica la disciplina retributiva dei consiglieri comunali e provinciali, prevedendo che: l'indennità di funzione e i gettoni di presenza siano sostituiti con un'indennità di funzione onnicomprensiva; il compenso massimo mensile non possa superare un quinto dell'indennità massima prevista per il rispettivo sindaco o presidente; siano ridotti gli importi delle indennità vigenti, secondo percentuali commisurate alla dimensione demografica degli enti; non sia corrisposta alcuna retribuzione ai consiglieri circoscrizionali e agli amministratori di enti quali comunità montane e unioni di comuni.

⁶ Al comune di Roma, per garantire l'equilibrio economico-finanziario della gestione ordinaria, viene inoltre data la possibilità di adottare apposite misure, tra le quali l'adozione di pratiche di centralizzazione degli acquisti di beni e servizi, la razionalizzazione delle partecipazioni societarie, con lo scopo di pervenire ad una riduzione delle Società in essere, la riduzione dei costi per il funzionamento dei propri

Ulteriori risparmi sono attesi dal contenimento della spesa farmaceutica, ponendo a carico della spesa territoriale parte degli oneri per i farmaci distribuiti in ambito ospedaliero, intervenendo sui margini di spettanza di grossisti e farmacisti, rafforzando le attività per garantire una maggiore appropriatezza delle prescrizioni e una più ampia diffusione dei farmaci generici.

Per ciò che concerne il pubblico impiego, dalle misure proposte discenderebbero risparmi pari a circa 1,8 miliardi di euro nel 2011, 4,3 miliardi nel 2012 e 5,4 miliardi nel 2013. In dettaglio, il decreto dispone, per il triennio 2011-2013, il congelamento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici ai livelli in godimento nel 2010 (fatti salvi gli incrementi che si realizzano per effetto dell'entrata a regime della misura dell'indennità di vacanza contrattuale); la sospensione, senza possibilità di recupero, delle procedure contrattuali relative al triennio 2010-12 (fatta salva l'indennità di vacanza contrattuale) e la disapplicazione dei meccanismi di adeguamento automatico delle retribuzioni; la valenza esclusivamente giuridica delle progressioni di carriera disposte nel triennio 2011-2013; l'estensione al biennio 2012-2013 del limite del 20% al turnover del personale delle Amministrazioni centrali (ad esclusione dei corpi di polizia, dei vigili del fuoco e delle università)⁷.

organi, l'introduzione di un contributo di soggiorno a carico di coloro che alloggiano nelle strutture ricettive della città, fino all'importo massimo di 10 euro per notte, la maggiorazione, fino al 3 per mille, dell'ICI sulle abitazioni diverse dalla prima casa, tenute a disposizione.

⁷ Il decreto prevede inoltre che anche per le categorie di personale non contrattualizzato (magistrati, professori e ricercatori universitari, dirigenti dei Corpi di polizia e delle Forze armate), siano bloccati gli incrementi retributivi a titolo di adeguamento automatico per gli anni 2011, 2012 e 2013; che per i dipendenti pubblici con reddito superiore a 90.000 euro annui lordi, dal 1° gennaio 2011 e fino al 31

Risparmi crescenti nel triennio proverrebbero dalle disposizioni in materia previdenziale (0,8 miliardi nel 2011, 3,0 nel 2012 e 3,7 nel 2013). Per le pensioni di anzianità e vecchiaia, si propone infatti l'introduzione di un intervallo (12 mesi per i lavoratori dipendenti e 18 mesi per i lavoratori autonomi) tra il raggiungimento dei requisiti e l'erogazione del primo assegno. La norma va anche nella direzione di eliminare le disparità di trattamento attualmente esistenti tra lavoratori che, pur maturando i requisiti quasi contemporaneamente, potevano ricevere la pensione con diversi mesi di differenza. Vengono inoltre inaspriti i requisiti per l'ottenimento della pensione di invalidità civile e introdotte maggiori sanzioni per i medici che intenzionalmente attestano falsamente uno stato di invalidità o di handicap.

Risparmi temporanei discenderebbero infine dalla rateizzazione delle indennità di buonuscita dei dipendenti pubblici (due rate annuali se l'importo è compreso tra i 90.000 e i 150.000 euro, tre rate se l'importo eccede i 150.000 euro).

Infine, minori spese correnti e, soprattutto, in conto capitale discenderebbero dal taglio lineare del 10% delle dotazioni dei Ministeri⁸.

dicembre 2013, venga ridotta del 5% la parte compresa tra 90.000 e 150.000 euro e del 10% la parte eccedente 150.000 euro; che siano posticipati al 2011 gli effetti dei provvedimenti di riordino delle carriere nel comparto della sicurezza e delle Forze armate.

⁸ Sulla spesa corrente dei Ministeri dovrebbero manifestarsi gli effetti di una molteplicità di misure per contenere il costo degli apparati amministrativi e politici: riduzione del 10% di indennità e compensi dei componenti di organi di indirizzo, direzione e controllo, consigli di amministrazione e organi collegiali; contenimento della spesa per studi ed incarichi di consulenza e per relazioni pubbliche e di rappresentanza; divieto di offrire sponsorizzazioni; contenimento delle spese per missioni all'estero; riduzione del 20% delle spese per acquisto, manutenzione, noleggio ed esercizio di autovetture e

Il D.L. 78/2010 contiene anche una serie di misure per "sviluppo ed infrastrutture", alle quali vale la pena accennare solo a grandi linee.

La prima concerne la fiscalità di vantaggio per il Mezzogiorno e attribuisce alle regioni Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia la facoltà di modificare (fino ad azzerare) con proprie leggi, le aliquote dell'IRAP e di introdurre eventuali esenzioni, detrazioni e deduzioni, a favore delle nuove iniziative produttive.

La seconda introdurrebbe un "regime fiscale di attrazione europea", consentendo alle imprese residenti in uno Stato dell'Unione europea, che intendono svolgere una nuova attività economica in Italia, di chiedere l'applicazione – in alternativa alla normativa fiscale italiana – delle regole fiscali vigenti nel Paese di residenza o in un terzo Stato europeo. La scelta sarebbe estesa anche ai dipendenti e ai collaboratori delle suddette imprese.

Una terza disposizione mira a creare "zone a burocrazia zero", al fine di favorire le nuove iniziative produttive nel Mezzogiorno, stabilendo che in tali zone, nei confronti delle

acquisto di buoni taxi; riduzione del 10% del trattamento economico dei Ministri e dei Sottosegretari di Stato non parlamentari, e dei compensi dei componenti gli organi di autogoverno della magistratura e dei componenti del CNEL; riduzione dei rimborsi a favore dei partiti politici e soppressione delle quote annuali dei rimborsi in caso di scioglimento anticipato del Parlamento; soppressione ed incorporazione di enti pubblici e la riduzione del 50% dei contributi a favore di enti, istituti, fondazioni e altri organismi. Ad esempio, verrebbero soppressi l'Istituto di previdenza per il settore marittimo (IPSEMA), l'Istituto superiore per la prevenzione e la sicurezza del lavoro (ISPESL), l'Istituto postelegrafonici (IPOST), l'Istituto affari sociali (IAS), l'Ente nazionale di assistenza e previdenza per i pittori e scultori, musicisti, scrittori ed autori drammatici (ENAPPSMSAD), l'Istituto di studi e analisi economica (ISAE), l'Ente italiano montagna, l'Istituto nazionale per studi ed esperienze di architettura navale (INSEAN).

nuove iniziative produttive, i provvedimenti amministrativi, esclusi quelli di natura tributaria, siano adottati esclusivamente da un Commissario di Governo.

Vengono poi offerti incentivi fiscali per agevolare il rientro in Italia di docenti e ricercatori che hanno trasferito la propria residenza all'estero, ove svolgono o hanno svolto in via continuativa attività di ricerca o docenza presso centri di ricerca pubblici o privati o università; l'incentivo consiste nella esclusione dalla formazione del reddito di lavoro autonomo o dipendente del 90% degli emolumenti derivanti dall'attività di ricerca o docenza svolta in Italia e dalla conseguente acquisizione della residenza fiscale nel territorio dello Stato.

4. Le nuove norme in tema di contabilità e finanza pubblica

Il 1° gennaio 2010 è entrata in vigore la legge 196, che abroga la legge 468/1978 (che aveva introdotto la Legge finanziaria nel nostro ordinamento) e introduce nuove norme in materia di contabilità e finanza pubblica.

Un primo ambito d'intervento concerne l'armonizzazione dei sistemi contabili e degli schemi di bilancio delle amministrazioni pubbliche ed il coordinamento della finanza pubblica, in modo che "le informazioni relative al bilancio dei diversi enti ... siano omogenee, facilmente raccordabili e tempestivamente disponibili", nonché coerenti con i criteri adottati in ambito europeo⁹.

⁹ Vengono, al riguardo, formulati sei criteri direttivi: a) adozione di regole contabili uniformi e di un comune piano dei conti integrato, perché questi siano monitorati nelle fasi di previsione, gestione e rendicontazione; b) definizione di una tassonomia per la riclassificazione dei dati contabili per le amministrazioni pubbliche tenute al regime di contabilità civilistica; c) adozione di comuni schemi

L'armonizzazione dei sistemi e degli schemi di bilancio è prevista anche per le regioni e gli enti locali, per i quali sussistono problemi rilevanti di disomogeneità nella classificazione delle diverse poste di entrata e di spesa. Essa viene accompagnata dalla creazione di una banca dati unitaria, presso il Ministero dell'Economia e delle finanze, in modo da rendere più agevole il monitoraggio dei conti pubblici e consentire l'indispensabile acquisizione delle informazioni necessarie anche per dare attuazione al federalismo fiscale.

Un secondo aspetto riguarda le misure per la trasparenza e la controllabilità della spesa, che mirano a ridefinire il quadro dei poteri e delle responsabilità del Governo e del Parlamento nel processo di gestione della finanza pubblica. Viene rafforzato il ruolo delle Commissioni parlamentari, cui il Governo fornisce, a richiesta, tutte le informazioni utili ad esercitare un controllo costante sull'attuazione della riforma in questione, nonché a formulare osservazioni per una migliore impostazione dei documenti di bilancio e delle procedure di finanza pubblica. Si prevede inoltre che le Camere promuovano, anche in forma congiunta, ed in collaborazione con le rispettive strutture di supporto tecnico, tutte le attività necessarie al monitoraggio, controllo e verifica degli andamenti della finanza pubblica; all'analisi delle misure finalizzate al miglioramento della qualità della spesa e del contenuto informativo dei documenti trasmessi dal Governo; alla verifica della copertura finanziaria delle diverse

di bilancio articolati in missioni e programmi; d) affiancamento, per fini conoscitivi, alla contabilità finanziaria di un sistema di contabilità economico-patrimoniale; e) adozione di un bilancio consolidato delle amministrazioni pubbliche con le proprie aziende, società o altri organismi controllati; f) definizione di un sistema di indicatori di risultato semplici, misurabili e riferiti ai programmi del bilancio.

tipologie di spesa e della quantificazione degli effetti finanziari derivanti da provvedimenti legislativi; all'analisi dei metodi utilizzati per la costruzione degli andamenti tendenziali di finanza pubblica.

Un terzo importante ambito di intervento concerne il ridisegno dell'intero ciclo della programmazione economico-finanziaria, al fine di razionalizzare tempistica e contenuti dei documenti di finanza pubblica. Il Documento di programmazione economica e finanziaria (DPEF), che avvia l'attività di programmazione, viene sostituito dalla Decisione di finanza pubblica (DFP), che espone, almeno per il triennio successivo, le previsioni sull'andamento dell'economia e della finanza pubblica e gli obiettivi programmatici di politica economica. La DFP illustra inoltre la manovra necessaria a conseguire gli obiettivi prefissati per ciascun anno del triennio e indica gli eventuali disegni di legge ad essa collegati, da presentare alle Camere entro il successivo mese di febbraio; essa indica altresì il contenuto del Patto di stabilità interno e specifica le sanzioni per gli enti territoriali in caso del suo mancato rispetto. La predisposizione della DFP inizia il 15 luglio, con l'invio, alla Conferenza permanente per il coordinamento della finanza pubblica e alle Camere, delle linee guida per la ripartizione degli obiettivi di bilancio e termina il 15 settembre con l'approdo in Parlamento. Viene eliminata la Relazione Previsionale e Programmatica. Lo spostamento in avanti dei termini per la presentazione della DFP, rispetto all'attuale DPEF, viene giustificato con la disponibilità di previsioni più accurate ed attendibili sul quadro macroeconomico di riferimento. Il processo di bilancio prosegue poi con la presentazione al Parlamento, entro il 15 ottobre, del Disegno di legge di Stabilità, che va a sostituire la Legge finanziaria – e del disegno

di legge del bilancio dello Stato (DLB). I contenuti della Legge di Stabilità sono molto simili a quelli dell'attuale Legge finanziaria, ma escludono le cosiddette norme per lo sviluppo (da inserire in appositi disegni di legge collegati) nonché le norme di carattere ordinamentale o organizzatorio. Alla Legge di stabilità si affianca una Nota tecnico-illustrativa, che espone il raccordo tra il DLB e il conto economico delle Amministrazioni pubbliche, illustra i contenuti della manovra e i suoi effetti sui saldi di finanza pubblica, integra le previsioni dei conti pubblici con gli effetti della manovra per il triennio di riferimento. L'aggiornamento sullo stato dell'economia e dei conti pubblici viene presentato il 15 aprile, con la Relazione sull'economia e la finanza pubblica (REF), che sostituisce la Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica (RUEF). È infine prevista una apposita Nota di aggiornamento della DFP, nel caso in cui in corso d'anno si manifestino scostamenti rispetto agli obiettivi di finanza pubblica, con la necessità di ulteriori interventi correttivi.

TAB. 9 – Il nuovo processo di bilancio

Documento	Data
Relazione sull'economia e finanza pubblica (REF)	15 aprile
Decisione di Finanza Pubblica (DFP)	15 settembre
Disegno di Legge di Stabilità	15 ottobre
Disegno di Legge di bilancio	15 ottobre
Disegni di legge collegati	28 febbraio

Un ulteriore punto di interesse della riforma riguarda il monitoraggio dei conti pubblici e la copertura finanziaria delle leggi, per “rafforzare le procedure di controllo quantitativo delle entrate e delle spese e garantire gli equilibri di finanza pubblica”. L'attività di monitoraggio viene potenziata attraverso specifiche attività del Ministero dell'Economia, ad esempio, per gli

enti territoriali, verifiche mirate a rilevare eventuali scostamenti dell'andamento dei conti rispetto agli obiettivi di finanza pubblica. Per ciò che concerne la copertura finanziaria delle leggi, si prevede, in via normativa, che per ciascuna disposizione che comporti maggiori spese o minori entrate, la relazione tecnica debba evidenziare gli effetti sui saldi tendenziali di finanza pubblica, e che essi siano compensati all'interno della copertura finanziaria indicata nelle leggi stesse; si prevede inoltre che gli oneri recati dalle leggi delega, se non quantificati in sede di conferimento della delega, debbano trovare copertura in appositi provvedimenti legislativi, che dovranno entrare in vigore prima dell'adozione dei decreti legislativi di attuazione della delega, e non più nell'ambito dei decreti stessi.

La legge delega prevede poi una profonda riforma della struttura del bilancio dello Stato ed il passaggio da una contabilità di competenza giuridica e di cassa ad una di sola cassa. In merito alla struttura del bilancio, in estrema sintesi, le spese saranno classificate, come avviene dal 2008, per missioni e programmi, i quali ultimi diventano l'unità di voto in Parlamento e sono affidati ad un unico centro di responsabilità amministrativa. Viene inoltre consentita la rimodulazione delle spese all'interno di un programma o tra programmi nell'ambito della stessa missione, nel rispetto dei saldi di finanza pubblica, ma non è consentita la riallocazione di risorse dalle spese in conto capitale a quelle di parte corrente. Per ciascun programma di spesa, si predispone una scheda, che indica le leggi che lo finanziano ed è aggiornata semestralmente in modo da rendere evidenti le modifiche apportate in corso d'anno alle previsioni iniziali del programma. In sede di Rendiconto, per ciascun programma, sono illustrati i risultati finanziari ed evidenziati gli

eventuali scostamenti tra le previsioni iniziali e i risultati a consuntivo. Più complesso è il passaggio al bilancio di sola cassa, che prevede infatti una fase di sperimentazione di due anni, da condurre con alcune amministrazioni al fine di individuare le modalità applicative più efficaci e consentire lo smaltimento dei residui passivi esistenti.

TAB. 10 – Attuazione della Legge 196/2009

Delega	Tempi di attuazione
Adeguamento sistemi contabili	1 anno
Armonizzazione dei bilanci di regioni ed enti locali	2 anni
Revisione della struttura del bilancio dello Stato	2 anni
Passaggio al bilancio di cassa	3 anni
Programma di analisi e valutazione della spesa	1 anno

Infine, la riforma prevede che sia istituzionalizzato il processo di analisi e valutazione della spesa delle Amministrazioni centrali, mediante la creazione di appositi nuclei, finalizzato alla verifica dei risultati conseguiti rispetto agli obiettivi di finanza pubblica stabiliti dalla DFP, nonché al monitoraggio dell'efficacia e dell'efficienza della gestione. Sulla base delle attività svolte dai nuclei, la Ragioneria Generale dello Stato elabora, con cadenza triennale, un Rapporto sulla spesa delle amministrazioni dello Stato, che illustra la composizione e l'evoluzione della spesa e i risultati conseguiti. I tempi di attuazione della riforma non sono immediati, soprattutto per gli aspetti che implicano maggiore complessità (TAB. 10).

5. Conclusioni

Esattamente un anno fa, in occasione di OM 2/2009, il giudizio espresso sull'operato del Governo era stato severo, pur tenendo conto

della complessità e gravità della situazione economica. Nulla è sostanzialmente cambiato da allora.

Per quanto riguarda il rilancio dell'economia, occorre ribadire che gli interventi sono stati troppo modesti per produrre effetti di qualche rilievo. Nel 2009, come nel 2008, non c'è stata immissione di risorse aggiuntive nel sistema economico, ma è stata effettuata solo qualche operazione di redistribuzione di fondi. Si potrebbe dire "tanto rumore ... per nulla". Il fatto che non siano state varate misure vere e proprie di rilancio dell'economia non ha tuttavia impedito che i conti pubblici peggiorassero, certamente anche a causa della componente ciclica; né può essere di consolazione il fatto che altri Paesi abbiano sperimentato peggioramenti di entità ancor più rilevante. Gli obblighi europei e la procedura per i disavanzi eccessivi hanno quindi portato alla recente manovra per i prossimi tre anni.

La manovra, occorre subito sottolinearlo, solleva molti dubbi e perplessità.

Dal lato delle entrate, come si è detto, circa il 90% dei maggiori introiti è atteso dalla lotta all'evasione e dal potenziamento dell'attività di accertamento. Si tratta, però, come è noto, di entrate difficilmente quantificabili *ex ante* con precisione, il che vuol dire che non c'è nessuna garanzia che effettivamente si realizzino a consuntivo per gli importi indicati. In questo caso, la correzione del disavanzo sarebbe fortemente ridimensionata. Ciò premesso, non si può non condividere uno sforzo per il recupero di basi imponibili non dichiarate, in un Paese dove si stima che l'evasione IVA abbia prodotto, tra il 2005 e il 2008, una perdita di gettito di oltre 30 miliardi di euro l'anno. Ma al tempo stesso sorge spontaneo chiedersi perché il Governo non abbia adottato prima questi provvedimenti, ad esempio in sostituzione dei

condoni, che invece hanno l'effetto di incentivare l'evasione fiscale (*scudo fiscale*, introdotto nel 1999 e replicato nel 2003 e nel 2008; *condono tombale*, introdotto con la legge finanziaria per il 2003, ai fini delle imposte dirette e indirette per il periodo 1997-2001; *pianificazione fiscale concordata*, a partire dal 2005; condono edilizio). Viene anche da chiedersi con quale logica siano state smantellate, per poi essere ripristinate con questa manovra, alcune norme anti-evasione introdotte dal Governo Prodi (ad esempio, era stato eliminato l'obbligo del registro clienti e fornitori e viene ora introdotto l'obbligo di comunicazione telematica delle fatture; viene anche reintrodotta un limite massimo ai pagamenti in contanti). Ci si domanda infine perché le risorse derivanti dalla lotta all'evasione non siano, almeno in parte, esplicitamente destinate fin d'ora alla riduzione delle imposte a carico dei contribuenti onesti. Diventa difficile percepire, in tale contesto, quali siano gli obiettivi effettivamente affidati alla politica tributaria, al di là delle generiche e abusate dichiarazioni sull'efficienza e l'equità della tassazione.

Molto ambiziosi appaiono anche gli obiettivi sul contenimento della spesa pubblica, ma, anche in questo caso, sussistono rilevanti margini di incertezza sull'effettivo conseguimento dei risparmi programmati. Ad esempio, ancora una volta si introducono tagli lineari alle spese correnti dei Ministeri, che in passato non hanno dato gli esiti sperati. Inoltre, molte delle misure proposte non incidono sulla dinamica strutturale della spesa; basti pensare al blocco delle retribuzioni dei dipendenti pubblici; si tratta di una tipica misura "tamponante", con effetti di breve o brevissimo periodo, che rinvia ad anni successivi parte della spesa. Vista sotto un altro profilo, questa misura equivale ad un aumento

temporaneo delle imposte su una sola categoria di contribuenti, il che presenta rilevanti elementi di iniquità.

Qualche preoccupazione destano anche gli effetti della stretta sugli enti locali; la riduzione dei trasferimenti ai comuni vale nel 2011 circa il 16% della prevista riduzione complessiva delle spese correnti; non è pertanto improbabile che i comuni si vedano costretti ad agire sul fronte dei servizi offerti ai cittadini e/o ad aumentare le tariffe ed i tributi che possono gestire in autonomia. La riduzione delle risorse agli enti locali fornisce un forte incentivo ad aumentare la pressione tributaria locale, nei margini consentiti; resta infatti in vigore il blocco della possibilità di variare le aliquote dell'addizionale all'IRPEF e dell'ICI.

Infine, l'obiettivo del potenziamento della dotazione di infrastrutture del Paese si scontra con il taglio delle spese di investimento che raggiunge circa i 3 miliardi di euro nel triennio.

Il Governo ha anche proposto delle misure per lo sviluppo e le infrastrutture, alcune delle quali appaiono molto problematiche, in particolare quelle concernenti la "fiscalità di vantaggio" per il Mezzogiorno e quelle riguardanti il "regime fiscale di attrazione europea". Le prime prevedono, come si è detto, che le Regioni del Sud possano anche azzerare l'IRAP nei confronti di nuove iniziative produttive, ma, come si legge nella Relazione tecnica "l'esercizio della facoltà ... è chiaramente subordinato all'individuazione di corrispondenti compensazioni nell'ambito dei propri bilanci". Dove troveranno le Regioni del Sud le risorse per ridurre l'IRAP, se si considerano i tagli dei trasferimenti e le manovre necessarie per alcune di esse per attuare i piani di risanamento in ambito sanitario?

Le seconde prevedono per le imprese residenti in uno Stato dell'Unione Europea, che intendono

svolgere una nuova attività economica in Italia, di scegliere il regime fiscale più favorevole tra quelli dei Paesi dell'Unione. Ciò comporterebbe innanzitutto problemi di gestione dell'attività di accertamento dei redditi, dovendo fare riferimento ad apparati normativi diversi da quello vigente in Italia. In secondo luogo, queste imprese godrebbero di un indubbio vantaggio comparato rispetto ad altre imprese operanti sullo stesso mercato. Ciò sembra in contrasto con il Codice di condotta in materia di tassazione delle imprese, adottato dalla Commissione Europea sul finire del 1997, le cui norme si applicano ai provvedimenti tributari che influenzano la localizzazione delle attività d'impresa all'interno della Comunità, e dunque si riferiscono principalmente al trattamento dei non residenti, con esplicito riferimento alle agevolazioni riservate soltanto ai non residenti.

Qualche considerazione, infine, merita la nuova legge di contabilità e finanza pubblica, che modifica il processo di bilancio e il ciclo della programmazione economico-finanziaria, innova il contenuto dei documenti di finanza pubblica, amplia la platea dei soggetti coinvolti.

Giova ricordare, in proposito, che si tratta della quarta riforma, in pratica una ogni 10 anni, del processo di bilancio, a partire dalla Legge 468/1978, seguita dalla Legge 362/1988 e dalla legge 208/1999. Tutte hanno avuto più o meno gli stessi obiettivi, con l'idea di fondo di rendere più efficace il controllo dei flussi di finanza pubblica, in particolare della dinamica della spesa. Certamente, maggiore trasparenza, maggiore contenuto informativo dei documenti, più rigore nell'elaborazione delle previsioni di bilancio e degli effetti delle leggi di spesa, maggiore omogeneità nei criteri di redazione dei bilanci degli enti dei diversi livelli di governo non possono che essere apprezzati. Tuttavia, dotarsi di buoni strumenti per la gestione del

processo di bilancio è una condizione necessaria ma non sufficiente al raggiungimento degli obiettivi prefissati. Non è una nuova riforma che risolve i problemi della finanza pubblica italiana, se manca la volontà politica di affrontarne i nodi da tempo irrisolti.

In sintesi, le ombre della manovra sovrastano di gran lunga le luci. E non si può escludere la necessità di ulteriori interventi per conseguire la riduzione del rapporto deficit/PIL al di sotto del 3%. Un fattore di rischio in tal senso è rappresentato dall'evoluzione della spesa per interessi, già prevista in aumento per il 2011 e il 2012 al 4,9% e al 5,2% del PIL, a fronte di una stima del 4,6% nel 2010.

Da ultimo, per riprendere quanto già discusso la scorsa estate, le condizioni odierne della finanza pubblica italiana e quindi la necessità di "sacrifici" sono in buona parte da imputare alle azioni o alle mancate azioni di questo stesso Governo, che tra il 2001 e il 2005 ha prodotto una riduzione dell'avanzo primario dal 3,7% allo 0,3% del PIL, con sostanziale invarianza della pressione tributaria.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – TROPPO DEBITO	pag. 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	pag. 3
1. Dalla Grande Recessione alla crisi greca	3
2. La ripresa continua ...(?)	4
3. Inflazione	5
4. USA: ripresa rallentata?	6
5. La ripresa in Europa: a che punto siamo?	7
6. Il quadro congiunturale in Italia	8
7. La politica della BCE: un'analisi in retrospettiva	9
8. La politica della Fed: cambiamenti in vista	16
2 – L'AREA EURO ALLA PROVA DELLA CRISI GRECA	17
1. Lo svelamento della crisi	17
2. La reazione dei mercati	17
3. Il primo piano di salvataggio: 45 miliardi	18
4. Il secondo piano di salvataggio: 110 miliardi	19
5. Il terzo piano di salvataggio: 750 miliardi	20
6. Il piano di consolidamento fiscale in Grecia	22
7. Illiquidità o insolvenza?	24
8. La fragilità delle banche e la BCE	25
9. Il rischio del contagio	27
10. Il ruolo della speculazione e i divieti regolamentari	29
11. Che fare?	31
12. Due concezioni della politica fiscale in un'unione monetaria	33
13. Esternalità	36
14. Il Trattato di Maastricht e la <i>no bailout clause</i>	38
15. Il Patto di Stabilità e Crescita	38
3 – LA FINANZA PUBBLICA	41
1. I conti pubblici nel 2009 e 2010	41
2. La manovra per il 2010	43
3. La manovra per il 2011-2013	45
4. Le nuove norme in tema di contabilità e finanza pubblica	50
5. Conclusioni	52

