

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

3/2015

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2015

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Domenico Delli Gatti (cap. 1), Angelo Baglioni (cap. 2), Paolo Manasse (cap. 3), Andrea Boitani (cap. 4), Massimo Bordignon (cap. 5), Giacomo Vaciago (cap. 6).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 24 novembre 2015.

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, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. CRONACA DI UNA FINE ANNUNCIATA E DI UN NUOVO INIZIO: DALLA GREXIT (EVITATA) AL TERZO PIANO DI ASSISTENZA FINANZIARIA	pag. 3
1. Antefatto: le elezioni del 25 gennaio	4
2. Intermezzo: sei mesi di vicende incerte e incomprensibili	6
3. I dieci giorni che sconvolsero la Grecia	8
2. IL SISTEMA BANCARIO GRECO TRA CRISI DI LIQUIDITA' E RICAPITALIZZAZIONE	16
1. La crisi di liquidità e il ruolo della BCE	17
2. Il Comprehensive Assessment e la ricapitalizzazione	19
3. Le prospettive	22
3. CONDONO, RISTRUTTURAZIONE, O RIFINANZIAMENTO DEL DEBITO? IL RUOLO DEL FMI	24
1. Breve cronistoria dei piani di salvataggio	24
2. Condono o rifinanziamento del debito: teoria, evidenza e pratica	31
3. Conclusioni	33
4. LE POLITICHE DELLA TROIKA IN GRECIA	35
1. L'auto-difesa dell'IMF	36
2. Anche i grandi possono sbagliare	38
3. Il debito e l'effetto snowball	41
4. Competitività e riforme strutturali	42
5. Conclusioni	46
5. LA GRECIA E LA POLITICAL ECONOMY DEL PROCESSO DECISIONALE "EUROPEO"	50
1. La crisi economica	50
2. Le politiche economiche possibili	51
3. La gestione della crisi	52
4. Il sistema istituzionale europeo	53
5. La politica economica europea	54



6. Il caso greco	56
7. La questione della sovranità	59
8. E ora?	60
9. Le prospettive dell'Unione Monetaria	61
 6. IMPLICAZIONI DELLA CRISI GRECA PER LA FUTURA ARCHITETTURA DELL'EUROZONA	 64
1. I limiti dell'analisi precedente la crisi	64
2. Quali lezioni dalla crisi greca?	66

SINTESI

Questo numero di Osservatorio monetario viene interamente dedicato alla valutazione delle cause e delle conseguenze della crisi greca.

Il primo capitolo costituisce una ricostruzione dettagliata, ma non tecnica, di quanto accaduto tra Gennaio e Luglio 2015 con particolare enfasi posta sulla *crisi*, interamente *politica*, dei rapporti tra il governo greco e i partner europei che si manifesta prima con la rottura dei negoziati per la firma di un nuovo memorandum il 25 giugno e poi con il referendum del 5 luglio. La ricostruzione muove dalla descrizione del clima economico e politico esistente in Grecia in prossimità delle elezioni del 25 gennaio 2015. Prosegue con l'analisi della politica economica sotto il primo governo Tsipras. Infine, si conclude con l'analisi dei dieci giorni caotici e ricchi di colpi di scena che vanno dal fallimento dei negoziati il 25 giugno al referendum del 5 luglio.

Il secondo capitolo si concentra sulla valutazione delle conseguenze della crisi per il sistema bancario greco, distinguendo tra quanto accaduto sul fronte della liquidità e su quello della riduzione del patrimonio.

Sul fronte della liquidità, le banche greche sono state sottoposte ad un forte deflusso di depositi, che ha indotto il governo greco a limitare il ritiro dei depositi e a imporre restrizioni ai movimenti di capitale. La crisi di liquidità ha costretto le banche greche a dipendere in maniera cruciale dal rifinanziamento presso la banca centrale. Peraltro, la crisi ha causato pesanti perdite alle banche greche, generando la necessità di una ricapitalizzazione. Nel capitolo si argomenta che la misura delle necessarie iniezioni di nuovo capitale appare minore di quanto si fosse

previsto e temuto. Il *Comprehensive Assessment*, effettuato dalla BCE sulle quattro maggiori banche greche, i cui risultati sono stati resi noti alla fine di ottobre, è stato più severo di quello effettuato lo scorso anno, almeno per quanto riguarda le soglie applicate per determinare eventuali carenze di capitale (*capital shortfall*). Ciò nonostante, esso ha evidenziato una necessità complessiva di ricapitalizzazione per 14,4 miliardi, di cui solo 10 dovrebbero derivare dal contributo europeo: una cifra nettamente inferiore ai 25 miliardi messi a disposizione nel quadro dell'accordo di assistenza finanziaria firmato in agosto. Il capitolo si chiude con qualche indicazione sulle prospettive probabili per il futuro del sistema bancario greco.

Nel terzo capitolo vengono analizzati in dettaglio i tre piani di aiuti che il governo greco ha sottoscritto con i membri di ciò che è diventata comunemente nota come Troika – composta da Commissione Europea, BCE e FMI. Nel complesso il giudizio che si può esprimere nei confronti della gestione degli aiuti è sostanzialmente negativo. La dimensione delle risorse – direttamente e indirettamente stanziata dalla comunità internazionale – ammonta a 520 miliardi di Euro. Tale cifra – stimata per difetto – risulta superiore per 106 miliardi alla stima del debito del settore pubblico totale del 2009 (414 miliardi). Ciò significa che se - come richiesto ai tempi dai Direttori esecutivi non europei del FMI – fosse stato subito realizzato il Coinvolgimento del Settore Privato (*PSI, Private Sector Involvement*) e l'intero debito residuo fosse stato interamente cancellato a spese della comunità internazionale, quest'ultima avrebbe risparmiato 106 miliardi, mentre i Greci avrebbero potuto adottare programmi di aggiustamento meno recessivi.



Il quarto capitolo si concentra invece sull'esame approfondito delle politiche imposte dalla Troika a partire dal 2010, con la stesura del primo memorandum di intesa per la concessione di aiuti. Anche in questo caso si raggiungono conclusioni poco confortanti. Dopo aver passato in rassegna le caratteristiche dei principali "pacchetti" di aggiustamento fiscale – ben dieci nel periodo che va dal 2010 al 2014 – si osserva che alla maggiore austerità è corrisposta una crescita più bassa. Un risultato che ha determinato – secondo un paradossale circolo vizioso – effetti negativi sull'evoluzione del rapporto tra debito e PIL che, invece di ridursi a partire dal 2013, è tornato ad aumentare dopo la temporanea flessione del 2012 - dovuta all'*haircut* ottenuto con il coinvolgimento del settore privato. Considerazioni analoghe sono tratte al termine dell'analisi degli effetti sulla competitività delle riforme strutturali. I principali indicatori presi in esame mostrano come la svalutazione interna, cioè una consistente riduzione dei salari nominali e del costo unitario del lavoro, non abbia impattato in modo decisamente positivo sulla competitività, come si evince dall'analisi delle esportazioni e dei prezzi. Dietro questo ultimo risultato vi sarebbero tre elementi: a) l'esistenza di consolidate barriere alla concorrenza che hanno favorito l'aumento dei margini di profitto e perciò prevenuto la riduzione dei prezzi; b) la pesante e crescente tassazione dell'energia, soprattutto sotto forma di accise accompagnata dagli aumenti dei prezzi praticati dal produttore pubblico (consentiti e anzi favoriti dal governo); c) l'aumento assoluto e relativo del costo dei finanziamenti per le imprese greche, dovuto all'aumento dei tassi (soprattutto a medio-lungo termine) e all'ampliamento degli spreads.

Il quinto capitolo è dedicato all'analisi del ruolo giocato dall'assetto istituzionale della Unione Europea e dell'Eurozona nel disegno delle politiche di aggiustamento imposte alla Grecia. Ancora una volta la costruzione europea risulta deficitaria. Nel capitolo vengono posti in evidenza i notevoli limiti che hanno influenzato negativamente sia l'azione della politica economica che la legittimità democratica di queste azioni; ne è conseguita una perdita di consenso registrata dalle istituzioni europee – e da quelle dell'Eurozona in particolare – che sono ritenute responsabili di aver applicato in modo diverso – a seconda dell'importanza dei paesi considerati – le regole comuni. La lezione principale che emerge da tale analisi consiste nell'assoluta necessità di ridisegnare parte dell'assetto istituzionale europeo al fine di favorire un processo di aggiustamento che sia molto più simmetrico - e di conseguenza più sostenibile dai paesi in crisi.

Il sesto e ultimo capitolo riprende il tema della revisione della architettura istituzionale europea. I più recenti documenti ufficiali che sono stati prodotti in questo ambito sono tuttavia deludenti. Ad esempio è deludente il Rapporto dei 5 Presidenti soprattutto per la sua impostazione di fondo, che è quella - già vista in questi anni di crisi - di moltiplicare le occasioni di "coordinamento" rispetto a quelle di "specializzazione-cum-responsabilità" che sono invece tipiche dei sistemi federali più semplici ed efficienti. Per rendere l'Unione Economica e Monetaria più utile e più robusta, occorre quindi un progetto molto più ambizioso – seppure da realizzare con gradualità e in tempi non brevi – di integrazione tra cittadini e non solo di convergenza tra paesi.



INTRODUZIONE*

Lo scenario macroeconomico internazionale si è deteriorato rispetto a qualche mese orsono. Non casualmente l'anno in corso chiuderà con il più debole tasso di crescita dell'economia globale a partire dal 2009, che secondo le ultime stime fornite dal FMI sarà pari al 3,1%.

La ripresa delle economie avanzate prosegue, anche se con intensità modesta. Gli USA si confermano nel ruolo di locomotiva – sebbene con marcia ridotta – dell'economia mondiale. L'ulteriore rafforzamento della loro fase ciclica – la crescita passerà dal 2,4 del 2014 al 2,6% del 2015 – ha portato la Fed ad avvicinarsi ancora di più alla fatidica decisione di aumentare i tassi di policy. Anche qualora ciò avvenisse in occasione della prossima riunione del FOMC – indetta per il 15-16 Dicembre – si tratterà del ritardo più lungo intercorso tra l'inizio di una fase espansiva e l'avvio di una nuova fase rialzista dei tassi di interesse, mai avvenuto durante il secondo dopoguerra. All'interno dell'Eurozona la ripresa procede “a macchie di leopardo”. Francia, Italia, ma soprattutto Spagna rafforzano il loro ciclo; mentre la Germania – per effetto della decisa decelerazione del commercio internazionale (in espansione solo del 3,2% rispetto al 2014) – andrà incontro a un lieve rallentamento. In media, la domanda interna – soprattutto nella componente per consumi – sta prendendo il posto della domanda estera come motore della crescita dell'Eurozona.

Tuttavia, vi sono due motivi di preoccupazione – così come si evince dall'ultimo intervento pubblico reso dal Governatore Draghi. Il primo è costituito dall'intensità della ripresa che rimane modesta, soprattutto alla luce del fatto che la

ripresa stessa è nella sua prima fase quando (storicamente) l'aumento dei livelli di attività economica dovrebbe essere più vigoroso; inoltre la ripresa rimane modesta nonostante lo scenario estremamente favorevole sul fronte delle materie prime energetiche. Il secondo elemento di preoccupazione è costituito dall'andamento dei prezzi. La *core inflation*, che misura l'andamento dell'indice dei prezzi al netto del contributo fornito dalle componenti volatili – quali i prezzi dei prodotti alimentari ed energetici – nel mese di ottobre si è attestata su una crescita dell'1,1%. Un livello ancora troppo distante dall'obiettivo di inflazione del 2% e che conferma come l'esistenza di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata continui a esercitare una pressione al ribasso sulla dinamica dei salari nominali nell'Eurozona. In conseguenza di ciò la BCE si è detta pronta a intensificare l'*Asset Purchase Program* avviato nello scorso mese di marzo al fine di accelerare il ritorno della dinamica dei prezzi su un sentiero compatibile con l'obiettivo assegnatole.

Contemporaneamente il mondo emergente sta vivendo una fase di deciso rallentamento, su cui pesa non solo la recessione di due dei quattro BRIC (Brasile e Russia, il cui PIL dovrebbe diminuire rispettivamente del 3,0 e del 3,8% durante il 2015) ma soprattutto la frenata prolungata del sistema economico cinese, che dovrebbe passare da una crescita del 7,3% registrato lo scorso anno a una del 6,8% durante il 2015 per raggiungere il 6,3% nel corso del 2016.

Ovviamente, lo scenario previsivo appena descritto – elaborato dal Fondo Monetario Internazionale lo scorso mese di ottobre – non sconta le possibili conseguenze negative dell'incertezza generata dai recenti attacchi terroristici. Nel momento in cui scriviamo i

* A cura di Marco Lossani



mercati non sono stati più di tanto influenzati dalla tragiche notizie provenienti da Parigi. Qualora altri attacchi dovessero essere portati in Europa – o altrove – non è da escludere la possibilità che il quadro macroeconomico internazionale possa rapidamente peggiorare per effetto del drastico aumento dell'incertezza e di un ancor più radicale deterioramento delle aspettative.

Si verrebbe in altre parole a manifestare ciò che – all'indomani dell'attacco condotto alle Torri Gemelle – Paul Krugman non aveva esitato a definire la *Fear Economy*. Uno scenario che – per motivi non solo di carattere economico – nessuno vorrebbe trovarsi a vivere.

1. CRONACA DI UNA FINE ANNUNCIATA E DI UN NUOVO INIZIO: DALLA GREXIT (EVITATA) AL TERZO PIANO DI ASSISTENZA FINANZIARIA♦

Queste note raccontano la storia di sei mesi cruciali per i destini della Grecia e dell'Eurozona (d'ora in poi EZ). La storia inizia da un *antefatto* (prima sezione), che descrive il clima economico e politico in Grecia in prossimità delle elezioni del 25 gennaio 2015. Segue un *intermezzo* (seconda sezione), che cerca di inquadrare gli sviluppi della politica economica in Grecia sotto il primo governo Tsipras (d'ora in poi Tsipras1) tra l'insediamento e il referendum del 5 luglio¹.

La scelta dei titoli non è casuale. Nella nostra lettura il *clou* dell'intera vicenda è la *crisi*, interamente *politica*, dei rapporti tra il governo greco e i partner europei che si manifesta prima con la rottura dei negoziati per la firma di un nuovo memorandum il 25 giugno e poi con il referendum del 5 luglio.

La terza sezione è dedicata ai dieci giorni caotici e ricchi di colpi di scena che vanno dal fallimento dei negoziati il 25 giugno al referendum il 5 luglio. In quei giorni trova uno sbocco drammatico – che rende probabile l'uscita della Grecia dall'EZ (Grexit) – un processo di accumulazione delle tensioni intra-europee durato sei mesi che si sviluppa parallelamente al cambio di passo imposto dal governo Tsipras alla politica economica interna rispetto ai governi greci di *Grosse Koalition* (Nea Demokratia-Pasok) precedenti.

L'accumulazione delle tensioni e la crisi politica impongono un *costo macroeconomico* rilevante all'economia greca. Il PIL, che sembrava sul punto di riprendere a salire a fine 2014, si ferma.

Le banche vengono colpite da una corsa agli sportelli dapprima strisciante e poi conclamata e impetuosa nei dieci giorni della crisi.

L'esito del referendum del 5 luglio, con la vittoria schiacciante dei no al memorandum predisposto il 25 giugno sembra avviare la Grecia alla Grexit. Ma un nuovo colpo di scena si consuma alla ripresa delle trattative. Nelle prime ore del 13 luglio, Tsipras, pur di evitare l'uscita della Grecia dall'EZ, firma un nuovo memorandum ancora più duro di quello respinto dal referendum.

Come ha sostenuto Varoufakis, Tsipras si è assoggettato a una capitolazione. Non è un giudizio di valore, è una constatazione, nonostante le giustificazioni che Tsipras si affanna ad offrire e nonostante il nuovo piano di assistenza finanziaria per 86 miliardi di euro che il nuovo memorandum porta con sé.

L'approvazione del nuovo memorandum crea una crisi politica interna a Syriza che induce Tsipras a dimettersi a fine agosto e a indire nuove elezioni per il 20 settembre. Tsipras vince le elezioni nonostante la scissione della sinistra interna di Lafazanis. Si insedia lo Tsipras2 con un chiaro mandato di attuazione del memorandum del 13 luglio.

Crisi finita? Grexit scongiurata? Per il momento sì. Chi tiene alla tenuta dell'EZ, come chi scrive, non può che rallegrarsi, ma la cautela (anzi un po' di sano pessimismo) è d'obbligo. Potrebbe trattarsi di un nuovo inizio con l'uscita – finalmente! – della Grecia dalla crisi infinita che la affligge oppure potrebbe essere l'ennesima mossa che consente di guadagnare tempo e posporre l'inevitabile rottura dell'unità dell'EZ (con esiti che sono sempre largamente imprevedibili).

La ricostruzione proposta non è, ovviamente, asettica. Commenti e opinioni personali – che emergeranno nel corso della lettura – sono frutto prevalentemente della rilettura della pubblicistica

♦ A cura di Domenico Delli Gatti

¹ Nella datazione, si evita di ripetere l'anno. Si intenda 2015 salvo esplicita menzione di un anno diverso.

nel vivo del dibattito sui destini dell'appartenenza della Grecia all'area Euro. I dieci giorni che sconvolsero la Grecia sono un momento topico di ridefinizione dei rapporti tra Grecia e resto dell'EZ e – sperabilmente – di ripensamento dell'intera struttura dell'EZ².

1. Antefatto: le elezioni del 25 gennaio

Nel tardo autunno del 2014, il primo ministro Antonis Samaras è in difficoltà. I rapporti con i partner europei, che pretendono l'attuazione delle misure previste dal secondo piano di salvataggio, sono tesi. Inoltre deve essere eletto il nuovo presidente della repubblica. La scelta del governo cade su un ex commissario della Commissione Europea di area Nea Demokratia (ND), Stavros Dīmas. Il candidato governativo non raggiunge la maggioranza richiesta. Ne discendono le dimissioni di Samaras e l'indizione di elezioni anticipate per il 25 gennaio 2015.

Samaras non fa nulla per ritardare la consultazione elettorale, sembra anzi disposto ad anticiparla di proposito. Perché? Probabilmente perché preferisce andare alle urne prima della introduzione di un nuovo pacchetto di misure richiesto dalla Troika, sperando di mitigare il danno sul consenso a ND e ai partiti filo-governativi. La mossa è azzardata perché i partiti filo-governativi sono già abbondantemente logorati dall'applicazione delle misure richieste dalla Troika. I sondaggi di opinione, infatti, danno ND e Pasok in svantaggio rispetto a Syriza, il partito (o meglio la coalizione di movimenti) di sinistra guidato da Tsipras. Samaras spera di rimontare usando lo spauracchio del salto nel buio, che ricompatta l'elettorato di centro-destra, e di vincere le elezioni in modo da rafforzarsi internamente sia per gestire l'austerità sia per contrattarne un allentamento con i partner europei. In altri termini, vede un sentiero stretto per uscire

dalla situazione politicamente difficile in cui si trova e lo imbocca.

L'opposizione (di sinistra e di destra) affronta la campagna elettorale da una posizione favorevole. Syriza non mira – almeno in linea di principio – alla Grexit³. Al contrario, si proclama favorevole alla permanenza della Grecia nell'EZ ma non alle condizioni imposte dalla Troika. Anzi Syriza si propone di allontanare la Troika da Atene e di abbandonare l'austerità fiscale imposta come condizione per accedere all'assistenza finanziaria dei partner EZ.

Nel messaggio elettorale di Syriza (come in quello degli altri partiti di opposizione, anche e soprattutto di quelli di destra come Anel e Alba dorata) c'è un richiamo esplicito, alla necessità di recuperare *sovranità nazionale*, un tema sensibile – soprattutto in Grecia – ma “ortogonale” all'intera costruzione europea e alla logica dell'EZ.

Al momento dell'accesso all'unione monetaria, un paese accetta di limitare la propria sovranità, innanzitutto in tema di controllo dei movimenti di capitale e di autonomia della politica monetaria; in secondo luogo in tema di politica fiscale (Patto di Stabilità e Crescita e oggi Fiscal Compact). Quando poi il paese chiede e ottiene assistenza finanziaria, deve accettare la *condizionalità* dei creditori nell'EZ. La logica di tutti pacchetti di assistenza finanziaria a debitori sovrani nell'EZ (sulla falsariga di quelli erogati dal FMI ai paesi emergenti) è, in una riga, “denaro *in cambio di* austerità fiscale e riforme strutturali”.

In linea di principio, l'assistenza finanziaria potrebbe essere erogata senza condizionalità. Ma questa opzione non viene praticata dai creditori per evitare ovvi problemi di *moral hazard*. E' il rischio di perpetuare le “cattive abitudini” che

² Su questi temi si rinvia ai Capp. 5 e 6.

³ In passato, però, Tsipras non ha escluso a priori questa possibilità, cavalcando l'onda della protesta anti-euro.



hanno aperto la strada all'insolvenza che spinge i creditori a prestare assistenza finanziaria *condizionata*. I debitori possono discutere della adeguatezza e dell'efficacia delle misure richieste dai creditori e cercare di modificarle ma non possono rigettarle completamente negando la condizionalità dei prestiti. Questo rifiuto mette a repentaglio l'esistenza stessa dell'assistenza finanziaria.

C'è quindi una fondamentale ambiguità nel messaggio elettorale di Syriza. L'adozione di una impostazione fiscale restrittiva è una condizione per l'assistenza finanziaria dell'EZ. La concreta determinazione quantitativa della *stance* fiscale, il tipo di provvedimenti da prendere e il controllo della loro attuazione sono stati dettati dalla Troika. Tagliare i ponti con la Troika denunciando la *dittatura dei creditori* e appellandosi alla sovranità nazionale significa rigettare la condizionalità dell'assistenza finanziaria europea, mette a rischio la prosecuzione dell'assistenza stessa e quindi la sostenibilità finanziaria degli impegni di spesa del governo. Prefigura cioè un percorso al cui termine c'è inevitabilmente la Grexit. Questo è ben chiaro agli operatori dei mercati finanziari e ai depositanti. A dicembre 2014, nel cuore della campagna elettorale, i crolli di borsa, la riapertura dello spread e un processo strisciante ma robusto di ritiro dei depositi segnalano proprio questa preoccupazione. Tra novembre 2014 e gennaio 2015, i depositi presso le banche greche scendono da 165 a 150 miliardi di euro. Era dal 2012 che i depositi non si riducevano.

Ma la Grexit non è l'unico scenario possibile. Quale che sia il governo che uscirà dalle urne, anche prima delle elezioni è ragionevole immaginare l'inizio di una fase di *contrattazione* tra i partner dell' EZ per un allentamento delle condizioni a cui il programma di assistenza viene erogato. Su una richiesta di maggior *flessibilità* il

governo greco potrebbe ottenere l'appoggio di alcuni rilevanti partner europei (in primis Francia e Italia). Si tratterebbe di raggiungere un compromesso onorevole che consenta di superare l'austerità asfissiante e francamente controproducente imposta alla Grecia dalla Troika^{4 5}.

Le elezioni – come largamente previsto – segnano la sconfitta dei partiti filo-governativi e la vittoria di Tsipras e di Syriza – che ottiene il 36% dei voti e 149 seggi. Tsipras però non ha la maggioranza in Parlamento. Il nuovo governo è una stranissima *Grosse Koalition* tra Syriza e Anel, un piccolo partito di estrema destra, nazionalista e anti-Euro⁶. Tsipras afferma enfaticamente “Ci siamo finalmente lasciati alle spalle il circolo vizioso di paura e austerità.”

Inizialmente Tsipras è guardato con simpatia da un ampio arco di forze politiche, non solo a sinistra e non solo in Grecia, proprio per la ragione che era chiara nei commenti anche prima delle elezioni, ossia che Tsipras avrebbe potuto aprire spazi di flessibilità nell'arcigna gestione dei piani di assistenza finanziaria da parte della

⁴ Non tutti i paesi soggetti ad assistenza finanziaria sono uguali. Una stretta fiscale che può risultare efficace in un paese può risultare controproducente in un altro. Le storie di Irlanda, Portogallo e Grecia sono molto diverse anche perché molto diversi sono i punti di partenza e le caratteristiche strutturali dei paesi. Su questo si rinvia, tra molti contributi, a D.Delli Gatti, M. Lossani, C.Morana, F.Saraceno, P.Tirelli, “Eurozone in the doldrums. New policies and institutions to escape the fate of recurring crises”, *mimeo* 2015.

⁵ Al di là dei cliché, anche i governi pre-Syriza avevano tentato di allentare la morsa della Troika senza riuscirci.

⁶ Ciò consente a Tsipras di raggiungere la maggioranza in parlamento con il minimo di concessioni ad altri potenziali partner di governo. C'erano scelte alternative? Sulla carta forse sì ma non c'è nessun tentativo da parte di Syriza di imbastire un dialogo con forze moderate, anche non di destra come To Potami.

Troika e avrebbe potuto portare a un ripensamento generalizzato della *global fiscal stance* europea.

2. Intermezzo: sei mesi di vicende incerte e incomprensibili

I primi passi del nuovo governo nell'arena europea sono però incerti e accidentati. Il governo Tsipras vuole la fine del vecchio programma di assistenza finanziaria (il vecchio memorandum) – con annesso dominio della Troika – e un prestito ponte di alcuni mesi per avviare la sua attività (e mettere in cantiere i programmi di spesa promessi nella piattaforma elettorale). Il programma di assistenza finanziaria dovrebbe riprendere con un nuovo memorandum al termine del prestito ponte ma la Troika deve sparire da Atene (e possibilmente dalla faccia della Terra). Last but not least, il governo greco chiede un abbattimento (*haircut*) del debito greco. I partner europei non concedono nulla.

La questione dell' haircut

Innanzitutto i partner europei non concedono l'*haircut*. Su questo il fronte dei creditori è compatto. Vale la pena osservare, però, che nei rapporti creditizi tra partner europei e Grecia la questione è emersa periodicamente e risolta in modo diverso a seconda delle circostanze.

Nel 2010, il pacchetto di assistenza finanziaria alla Grecia viene consegnato sulla falsariga di quelli erogati dal FMI ai paesi emergenti. Per il FMI è prassi consolidata concedere assistenza finanziaria a debitori sovrani in difficoltà *dopo averne tagliato il debito*. Tuttavia, nel caso della Grecia questo taglio nel 2010 non si fa. Perché? La *conventional wisdom* è che Francia e Germania hanno voluto proteggere le loro banche, che avevano massicciamente investito nei titoli del governo greco⁷ nella prima metà del decennio. Un

haircut sul debito greco avrebbe provocato un rilevante ridimensionamento dell'attivo di queste banche e avrebbe costretto i rispettivi governi ad usare i “soldi dei contribuenti” per la loro ricapitalizzazione e/o salvataggio. Si sarebbe trattato di una replica del 2009, con i governi che corrono in aiuto delle banche. Mosse obbligate ma politicamente costose in un contesto di opinione pubblica generalmente ostile al mondo bancario e soprattutto ai suoi vertici.

Fornendo assistenza finanziaria alla Grecia attraverso l'EZ *senza haircut*, Francia e Germania ottengono indirettamente lo stesso risultato di un salvataggio bancario. Le banche francesi e tedesche vengono tenute a galla perché (i) si conserva il valore nominale delle loro attività e (ii) il debito viene onorato perché le banche vengono rimborsate dal governo greco, il quale userà per questo scopo i fondi ricevuti dai partner europei, in primis Francia e Germania. Ma parte dell'onere del programma di assistenza finanziaria alla Grecia – e quindi del salvataggio indiretto delle banche francesi e tedesche – ricade sui partner finanziatori che non hanno banche esposte in misura significativa verso il governo greco (è il caso dell'Italia).

In apparenza si tratta di una “partita di giro” che vede il governo greco come puro intermediario: i governi europei danno fondi al governo greco che li gira ad alcuni soggetti privati (leggi: banche) di alcuni paesi europei. In questa visione i greci non avrebbero mai beneficiato di un euro. Ma le cose non stanno così. Si dimentica che all'origine della partita di giro ci sono gli acquisti di titoli del debito pubblico greco da parte di quei soggetti privati. Il governo greco ha beneficiato del finanziamento estero attraverso il collocamento di titoli presso le banche (prevalentemente) francesi

⁷ Con un pizzico di malizia, si può ricordare che all'epoca sono francesi il direttore generale del FMI

Strauss Kahn e il presidente della BCE Trichet. Com'è noto, è francese anche il successore di Strauss Kahn alla guida del FMI, Lagarde.

e tedesche. Questo finanziamento ha alimentato la spesa pubblica in Grecia. La presunta partita di giro si è resa necessaria per consentire al governo greco – incapace di onorare i propri impegni finanziari – di prendere tempo. La partita si chiuderà, in condizioni ideali, con il rimborso, da parte del governo greco, dei prestiti ricevuti dai creditori sovrani (a condizioni peraltro meno gravose del prestito iniziale). In poche parole: le banche finanziano la spesa pubblica del governo greco, il governo greco prende a prestito dagli altri governi per rimborsare le banche, il governo greco (se tutto va bene) rimborsa i governi.

L'haircut escluso nel 2010 arriva però nel 2012. Viene tagliato di colpo oltre il 50% del valore nominale (circa 200 miliardi di euro) dei titoli del debito pubblico greco in mano ai privati.

Perché nel 2012 sì e nel 2010 no? Una possibile spiegazione è che i due anni trascorsi abbiano consentito alle banche francesi e tedesche di disfarsi dei titoli del governo greco in portafoglio, spesso trasferendoli alla BCE come *collateral* per i prestiti che la BCE eroga alle banche. Ricordiamo che, all'epoca, il governo tedesco è il più tenace sostenitore dell'haircut mentre la BCE è decisamente contraria.

Nel 2015 il grosso del debito greco è in mano a creditori sovrani o istituzioni sovranazionali: singoli paesi (per prestiti bilaterali alla Grecia), EFSF-ESM, FMI e BCE. A parte la BCE, nulla vieta a un paese creditore o a un'istituzione sovranazionale di accettare un haircut⁸. Ma, a

parte il FMI⁹, nessuno dei creditori si rende disponibile. Fin da subito la proposta di haircut sul debito in circolazione è un *non-starter*. Eppure è evidente che l'haircut del 2012 non è stato sufficiente. L'unica spiegazione della testardaggine dei creditori è, di nuovo, il timore del moral hazard. Si teme che il governo greco usi l'haircut come scusa per non impegnarsi a “rimettere in ordine” la propria casa. Ma non procedere ad un abbattimento del debito rischia di perpetuare la stagnazione in corso.

Piketty è tranchant: “La prima lezione che dovremmo trarre [dalla storia della Germania nel dopoguerra] è che ci sono molti modi di saldare i debiti e non uno solo!.. La Germania è il paese che non ha mai onorato i suoi debiti né dopo la prima né dopo la seconda guerra mondiale...La verità è che una ristrutturazione dei debiti è inevitabile in molti paesi europei e non solo in Grecia.”¹⁰

Le banche e l'ELA

In secondo luogo i partner europei non concedono il prestito ponte. Anche perché il memorandum dovrebbe essere interrotto e questa interruzione impedirebbe l'accesso delle banche greche all' *Emergency Lending Assistance* (ELA) della BCE. Infatti l'ELA si dovrebbe sospendere per i paesi che si sottraggono ai piani di assistenza finanziaria. L'uscita dal piano quindi metterebbe la BCE nella condizione di poter/dover staccare la spina alle banche greche. Anche questa considerazione induce a non interrompere il piano di assistenza finanziaria ma a estenderlo (il 20 febbraio). La Troika non scompare (ma adesso si chiama “istituzioni” o *Brussels Group*). Le

⁸ Un haircut sul valore nominale dei titoli del debito pubblico di un paese in portafoglio alla BCE viene considerato una forma di *monetizzazione* del debito del paese in questione, che è esplicitamente vietata dal Trattato di Maastricht. Per questo la BCE non può accettare un haircut del debito greco. Inoltre la BCE teme, a ragione, gli effetti dell'haircut greco sulla percezione del rischio di default sovrano anche di altri paesi e quindi sui relativi spread.

⁹ Cristine Lagarde, a nome del FMI, è favorevole alla riduzione e ristrutturazione del debito. La posizione del Fmi sull'assistenza finanziaria alla Grecia è complicata e controversa ed è cambiata nel corso degli anni.

¹⁰ T. Piketty, Europa in agonia, Repubblica 29 giugno.

discussioni sui dettagli del piano si faranno a Bruxelles e non ad Atene (un simbolico omaggio al principio di sovranità nazionale).

In questa fase il ritiro dei depositi, cominciato in modo visibile da dicembre 2014, si accentua. Le banche greche sono sottoposte all'ELA. Il limite dell'ELA verrà progressivamente alzato. La BCE si dimostra quindi (moderatamente) comprensiva rispetto alle esigenze di liquidità della Grecia.

Cosa succede tra febbraio e giugno?

E' difficile capire cosa succede esattamente tra febbraio – quando il memorandum viene prorogato e si aprono i negoziati – e giugno, quando i negoziati clamorosamente falliranno.

Sui giornali appaiono resoconti, a volte coloriti, di incontri dell'Eurogruppo nei quali il ministro Varoufakis discetta di errori nella costruzione dell'EZ (non si tratta certo di una novità, la letteratura economica sul punto è sconfinata) e di come porvi rimedio, propone soluzioni di ingegneria finanziaria che i partner non apprezzano (rimborsi del debito legati alla crescita del PIL) e chiede un abbattimento del debito.

I partner europei non capiscono e non si adeguano. Vorrebbero ascoltare una descrizione accurata dei tempi e dei modi di attuazione di provvedimenti che garantiscano la capacità greca di rimborsare il debito e si trovano di fronte a lezioni accademiche su ciò che l'EZ avrebbe dovuto essere e che non è. Varoufakis ribatte che il dibattito sul memorandum è stato completamente depoliticizzato. La discussione non era tra i ministri dell'economia “i miei omologhi mi rimandavano sistematicamente ai rappresentanti di EC, BCE, FMI.”¹¹

Che cosa ha veramente fatto “a casa” nel frattempo il governo Tsipras? Non certo “i

compiti” come richiesto dai partner europei. Il governo Tsipras¹ avvia un programma di assistenza ai più poveri – per affrontare la “crisi umanitaria” in Grecia – e assume di nuovo i lavoratori del settore pubblico licenziati dai precedenti governi (la promessa elettorale è di riassumerne 12 mila). I casi mediaticamente più eclatanti sono la ri-assunzione dei lavoratori dell'emittente televisiva pubblica e del personale delle pulizie del ministero dell'economia. Inoltre congela o ritarda le privatizzazioni richieste dai partner europei e avviate dai precedenti governi.

Nel semestre di governo la cosa più evidente è il ripiegamento rispetto alle riforme – quale che ne sia il giudizio – introdotte dai governi precedenti, che Tsipras ritiene – non senza qualche ragione – eterodiretti dalla Troika. Non ci sono evidenti segni di nuovo impegno nella lotta all'evasione fiscale. Inoltre anche le nomine nel settore pubblico seguono una logica partitico-clientelare simile a quella dei partiti al potere in passato (di questo c'è solo evidenza aneddottica, discutibile quanto si vuole ma gli indizi di comportamenti non proprio commendevoli sono concordanti). Varoufakis però contesta questa caratterizzazione: ad esempio sostiene che lo Tsipras¹ ha introdotto una procedura telematica per stanare 600mila evasori fiscali¹².

Questa fase – che nella progressione della “tragedia greca” ha natura interlocutoria – ha termine con l'avvicinarsi delle scadenze di giugno e luglio per i rimborsi dei prestiti al FMI e alla BCE.

3. I dieci giorni che sconvolsero la Grecia

La *drole de guerre* tra il governo greco e i partner europei si interrompe con uno *showdown* a fine giugno. Al termine di una giornata di duri

¹¹ Intervista di Varoufakis a Repubblica del 23 agosto.

¹² Sempre nell'intervista su Repubblica del 23 agosto.

negoziati tra Tsipras, Lagarde, Juncker e Draghi a Bruxelles, i partner europei stilano una bozza di *piano di accordo* (un nuovo memorandum) e danno un ultimatum a Tsipras: ha tempo fino alle 11 del 25 giugno per accettarla. La distanza tra le richieste di ammorbidimento greche e le concessioni europee è (relativamente) modesta: 600 milioni di euro.

Nel piano di accordo c'è il taglio dei contributi straordinari alle pensioni minime, l'eliminazione dei pre-pensionamenti (prima dei 67 anni), l'abolizione delle agevolazioni fiscali alle isole e nuovi tagli a difesa e Pubblica Amministrazione.

Nella mattinata del 25 giugno Tsipras chiede di consultarsi con il suo gabinetto prima di accettare. Torna dai partner europei alle 10:30 senza un mandato a firmare e anzi con la richiesta di 10 nuove concessioni. I partner interrompono le negoziazioni. Venerdì 26 giugno è chiaro che le trattative sono fallite, la bozza di memorandum viene ritirata. Nel frattempo i partner europei si erano detti disposti a ridurre l'aliquota IVA dal 23 al 13%. Così facendo la distanza si sarebbe ridotta a 400 milioni di euro. "We got really really close" afferma una persona presente ai negoziati secondo il *Financial Times*.

Domenica 30 giugno Tsipras indice un referendum da tenersi il 5 luglio sul piano di accordo del 25 giugno. Intanto la Grecia non rimborsa una rata del prestito ricevuto dal FMI. La notizia del referendum è accolta con sgomento dagli operatori dei mercati finanziari, che entrano in fibrillazione. Il rischio di Grexit si fa sempre più concreto.

La rottura con i partner europei è politicamente scioccante. Tsipras non dà ascolto a Renzi e soprattutto ad Hollande che si spende per mantenere aperte le linee di comunicazione tra il governo greco e i partner europei. Il governo greco rimane isolato e il fronte dei creditori

guidato dalla Germania si ricompatta¹³. Charles Grant, direttore del *Center for European Reform* basato a Londra, sostiene che il comportamento di Tsipras e del governo greco ha di fatto rafforzato la posizione tedesca. "This is the tragedy in all this. There was a chance to use Greece's suffering to get the Germans to understand that their economic *Weltanschauung* ... is partially flawed. But Syriza's behavior has let the Germans off the hook. It rallied other countries around the Germans because nobody wants to back Syriza"¹⁴. La consultazione referendaria è discutibile e controversa per diversi motivi.

In primo luogo, il quesito referendario – "il Piano di accordo proposto da EC, BCE e FMI il 25/6 ... deve essere accettato?" – non è di facile valutazione. Il piano, infatti, non viene reso disponibile agli elettori. Chi vuole capirci qualcosa deve cercare i documenti in rete.¹⁵ E i documenti sono di difficile comprensione perché il piano è complicato, frutto di infinite trattative e riscritture.

In secondo luogo il quesito è paradossale perché il piano non esiste più: i partner europei lo hanno ritirato e sostengono che – quale che sia l'esito del referendum – esso andrà ripensato e riscritto completamente.

Inoltre il referendum costa 40 milioni, che non sono certo briciole per un paese sull'orlo del

¹³ Il 1 luglio, dopo aver indetto il referendum, con un subitaneo voltafaccia Tsipras manda una lettera ai partner in cui accetta molti punti del piano del 25 giugno. Riceve però un diniego dai partner che preferiscono attendere l'esito del referendum prima di aprire nuovi negoziati.

¹⁴ Citato in A. Higgins "Mixed messages and no progress in Greek crisis", *International New York Times*, 3 luglio.

¹⁵ Il testo viene tradotto in greco e caricato sul sito delle ministero dell'interno. Contiene però un errore (manca un "non" cosicché il testo lascia intuire problemi di sostenibilità del debito greco esclusi in realtà dal testo originario) che viene poi corretto.

default. Infine, c'è veramente poco tempo per la campagna referendaria.¹⁶

E' difficile capire il senso della mossa di Tsipras. Il governo invita a votare no al referendum. Il no è appoggiato da Syriza, Anel, Alba dorata (quindi da sinistra ed estrema destra). I filo-europei (ND, Pasok e To potami) sostengono il sì¹⁷. Tsipras afferma che il no al referendum non è un no all'EZ (e quindi non prefigura la Grexit) ma un modo per rafforzare il governo greco nella negoziazione con i partner. "La democrazia non può essere ricattata", recita un messaggio propagandistico a favore del no.

Il messaggio che richiama la difesa della *sovranità nazionale* (un tema ricorrente, come si vede) può essere elettoralmente efficace ma è basato su una premessa sbagliata. Perché mai i partner europei dovrebbero cedere a Tsipras di fronte all'esito del referendum? In fin dei conti i governi dell'EZ sono democraticamente eletti quanto quello greco e non hanno nessun obbligo di inchinarsi ai *desiderata* di Tsipras, per quanto rafforzato dall'esito della consultazione referendaria.

Tutto ciò è chiaro e ben noto ai rappresentanti del governo greco perché viene detto e ripetuto in tutte le salse dai rappresentanti degli altri governi europei nei giorni infuocati della battaglia

referendaria. La chiusura è netta: il governo greco non deve aspettarsi nessun ammorbidimento negoziale basato sulla vittoria del no al referendum.

Secondo una prima interpretazione, che sembra ragionevole, Tsipras è *costretto* a indire il referendum *per evitare una spaccatura* di Syriza, la cui ala sinistra è fortemente contraria al piano di accordo del 25 giugno. Egli spera di ricompattare il partito; spera sinceramente di tornare al tavolo delle trattative e strappare un memorandum più favorevole, ottenendo possibilmente anche un abbattimento del debito anche se i margini di successo sono ristretti.

Questa interpretazione viene da alcuni completata con la congettura secondo la quale Tsipras chiede di votare no (per assicurare la sua base elettorale) ma si augura la vittoria del sì in modo da poter firmare l'accordo senza smentire la sua posizione anti-austerità e senza perdere (troppi) consensi elettorali. La sottigliezza e il cinismo della manovra – se questa tesi fosse corretta – farebbero di Tsipras un politico addirittura più *florentine* di Mitterand. Ma la congettura è poco realistica: in caso di vittoria del sì, il governo Tsipras sarebbe molto probabilmente costretto a dimettersi a indire nuove elezioni. I partiti filo-europei sarebbero in buona posizione per vincerle e per ritornare al tavolo delle trattative con i partner europei. Un governo filo-europeo avrebbe buone probabilità di successo. Il fronte dei creditori si sarebbe infatti liberato di un interlocutore difficile (nell'interpretazione ellenica) e inaffidabile (nell'interpretazione europea). Un nuovo memorandum sarebbe firmato da un nuovo governo – presumibilmente ND-Pasok – e Syriza e Tsipras finirebbero di nuovo all'opposizione.

Secondo un'interpretazione alternativa – che col senno di poi tenderemmo a escludere – Tsipras cavalca il referendum per arrivare sull'orlo della Grexit e spaventare i partner nella convinzione

¹⁶ I dubbi sulla costituzionalità del referendum danno luogo a ricorsi ma il Consiglio di Stato greco li respinge e dà il via libera alla consultazione.

¹⁷ In una mossa inconsueta e, a nostro avviso, controproducente, Juncker invita i greci a votare sì. L'ingerenza negli affari interni greci è evidente e dà fiato al nazionalismo che Tsipras asseconda. A livello internazionale si schierano con il no partiti e movimenti di sinistra. Anche Krugman e Stiglitz scrivono articoli favorevoli al no ma sono piuttosto isolati. Krugman scrive: "What if Greece votes no? This will lead to scary, uncertain terrain... but it will also offer Greece itself a chance for real recovery. And it will serve a salutary shock to the complacency of European elites." in "Europe's many economic disasters", International New York Times, 4-5 luglio.



che questi ultimi non possano consentire la fuoruscita della Grecia dall' EZ. La Grexit, secondo questa interpretazione, farebbe esplodere l'intera costruzione dell'EZ. A corroborare questa interpretazione si cita il tentativo di Tsipras di giocare su più tavoli, ventilando l'ipotesi di richiedere assistenza finanziaria agli USA o alla Russia.¹⁸

Quale che sia la motivazione, la campagna referendaria è estremamente "costosa". Al di là del costo effettivo della consultazione, la settimana di campagna elettorale si prefigura come un dissanguamento drammatico per le banche, che sono soggette da tempo ad un ritiro sempre più massiccio di depositi. Il governo perciò chiede un ulteriore innalzamento dell'ELA. La BCE non solo non lo concede ma congela l'ELA al livello raggiunto a fine giugno (89 mld. Euro). Il governo greco accusa la BCE di aver adottato una politica giugulatoria appositamente per spaventare l'elettorato ellenico. La BCE replica che si tratta di una mossa obbligata dovuta all'interruzione del negoziato. In questo caso, anzi, la BCE avrebbe potuto imporre la restituzione degli 89 mld di ELA in essere con le banche greche.

Di fronte al rischio di un collasso delle banche il governo le chiude. Il ritiro di contante dagli ATM viene limitato a 100 e poi 60 euro giornalieri. La promessa è di riaprire le banche subito dopo il referendum. In realtà le banche resteranno chiuse per settimane dopo la conclusione della vicenda referendaria.

Nel corso della campagna, il 2 luglio, il FMI spezza un'ancia a favore di un haircut del 30% con periodo di grazia di 20 anni e allungamento delle scadenze a 20 anni. E' una boccata di

ossigeno per Tsipras, che vede incrinarsi il fronte dei creditori. Ma la posizione del FMI è già nota – è stata espressa anche in passato da Lagarde – e non intacca la determinazione dei creditori europei.

Nella settimana di campagna elettorale si moltiplicano gli scenari. Cosa succederebbe se vincessero i sì? E se vincessero i no? Come dice efficacemente il columnist Hugo Dixon "The Greeks have to choose between the bad and the truly ugly."¹⁹

In caso di vittoria dei sì, l'opinione di consenso – come abbiamo detto – è che Tsipras si dimetta, che i partiti filo-europei vincano le elezioni e che il nuovo governo abbia maggior successo di quello di Tsipras nella stipulazione di un nuovo memorandum.

Più complicato è immaginare cosa possa accadere in caso di vittoria dei no. Il governo in carica afferma che intende tornare al tavolo negoziale e questa è anche la prospettiva degli europei. Il nuovo round negoziale, però, è a forte rischio di insuccesso. Infatti Syriza ha esaurito il capitale di simpatia che si era guadagnato all'inizio dell'avventura governativa: "Non c'è più un briciolo di fiducia"²⁰.

Cosa succede se il governo greco e gli altri governi europei non si mettono d'accordo? La Grecia non può essere espulsa dall'EMU e non ci sono procedure nemmeno per un'uscita volontaria. In assenza di un piano di accordo, la Grecia sarebbe costretta a fare default senza essere costretta a uscire dalla moneta unica. Ma in questo caso come sopravvivrebbe? Le banche non avrebbero più accesso alla ELA, sarebbero di fatto tagliate fuori dai finanziamenti BCE (pur restando nel sistema dei pagamenti europeo). E rimarrebbero chiuse a lungo.

¹⁸ Pascal Lamy sostiene che Tsipras vuole fare della Grecia "una repubblica balcanica, un Venezuela senza petrolio nel cuore del Mediterraneo." Intervista al Corriere della Sera del 4 luglio.

¹⁹ H. Dixon, "A choice between bad and terrible", International New York Times, 3 luglio.

²⁰ "There is not a shred of trust left", *ibidem*.

E' possibile un default senza Grexit? Sui giornali si discetta di *doppia moneta*. Il Governo dovrebbe emettere dei "pagherò" (IOU) – qualcuno li definisce Greuro – con cui pagare salari e stipendi e che dovrebbero circolare parallelamente all'euro. Ci sono precedenti: i *patacones* argentini o gli IOU emessi dalla California sotto il governatorato di Schwarzenegger nel 2009. Ovviamente i Greuro sarebbero destinati alla sola circolazione domestica, mentre gli euro verrebbero utilizzati per le importazioni. Il tasso di cambio tra Greuro ed euro sarebbe destinato a deprezzarsi rapidamente.

Potrebbe una situazione come questa essere un assetto stabile? Probabilmente no. Alla fine la Grexit sarebbe inevitabile e i Greuro si trasformerebbero nella nuova dracma. Ovviamente il *changeover* dall'euro alla nuova dracma richiederebbe tempo²¹.

Se avvenisse il Grexit, la nuova dracma si deprezzerebbe rispetto all'euro (l'ordine di grandezza previsto è il 50%) con effetti positivi sulle esportazioni nette, negativi sul valore dei depositi. I secondi sono certi, i primi incerti data la modesta base manifatturiera della Grecia e il modestissimo grado di apertura²².

Le conseguenze macroeconomiche della Grexit sarebbero drammatiche, nel breve-medio periodo: tesoreggiamento, caduta dei consumi, aumento della disoccupazione. L'unico vantaggio della uscita dalla moneta unica e del conseguente recupero di sovranità monetaria sarebbe la possibilità di finanziare con moneta il disavanzo pubblico. Non ci sarebbero limiti alla circolazione monetaria. Ovviamente si prefigura un rischio –

ma non nell'immediato – di inflazione. Le speranze di uscita dalla recessione sarebbero riposte, più che sulla ripresa delle esportazioni, sulla domanda pubblica. Si tratterebbe di un modello di uscita dalla recessione del tutto eccezionale in attesa che la situazione si stabilizzi. Naturalmente, in caso di Grexit, lo scenario macroeconomico peggiorerebbe drasticamente anche per il resto dell'EZ. Il rischio di contagio da *distress* finanziario a danno dei paesi fiscalmente deboli (e quindi a più alto rischio di default) aumenterebbe drasticamente. L'opinione di consenso, tuttavia, sottolinea gli elementi di novità, intervenuti negli ultimi due-tre anni, che limiterebbero l'aumento del rischio di contagio. La BCE ha già lanciato (a marzo) il Quantitative Easing che protegge l'EZ dal rischio di impennata degli spread. Si tratta di 60 miliardi di acquisti di titoli al mese (ma aumentabili). E poi c'è l'OMT, creato nel 2012 e mai utilizzato finora. Infine le banche sono più solide e c'è la banking union (che però non è ancora pronta, specialmente per quanto riguarda il salvataggio delle banche e l'assicurazione europea dei depositi).

Il 5 luglio il no prevale nel referendum in modo netto. Cosa succede ora? Il governo è pronto a riprendere le trattative coi partner ma il rischio di insuccesso è elevato. Varoufakis racconta di una riunione dei vertici di Syriza, la sera stessa del referendum, in cui la proposta – sostenuta dallo stesso Varoufakis e dalla sinistra interna – di preparare un piano B in caso di insuccesso delle trattative che prepari la strada alla Grexit viene bocciata. Varoufakis si dimette alla vigilia del nuovo negoziato. Tsipras torna a Bruxelles assieme al nuovo ministro dell'economia Tsakalotos.

A Bruxelles Tsipras si trova di fronte al muro dei partner, che lo mettono in un angolo nelle negoziazioni. Non solo la minaccia di Grexit non spaventa i partner ma Grexit (sebbene temporanea

²¹ Ma la Banca di Grecia aveva conservato le matrici per la stampa delle banconote in dracme. Quindi non si sarebbe ripartiti esattamente da zero.

²² Si veda D.Delli Gatti, M. Lossani, C.Morana, F.Saraceno, P.Tirelli, "Eurozone in the doldrums. New policies and institutions to escape the fate of recurring crises", *mimeo* 2015.

- 5 anni) viene proposta da Schauble come una possibile soluzione all'impasse²³. In altri termini al governo Tsipras che minaccia l'uscita dall'unione monetaria viene mostrata graziosamente la porta. Questa sembra a lungo l'unica opzione possibile nel corso del negoziato tra capi di stato e di governo nel corso dell'Eurosummit del 12 luglio. Ma italiani e soprattutto francesi si oppongono e la regola dell'unanimità tiene in vita il negoziato, al termine del quale Tsipras si arrende alle pressioni dei partner e sigla un accordo unanimemente considerato molto peggiore per la Grecia di quello respinto del 25 giugno. La minaccia di Grexit ha intimidito i greci più di quanto abbia preoccupato gli altri partner dell'EZ.

La Grexit era veramente possibile? I greci avevano una strategia per ritornare alla dracma? Le voci si rincorrono. Qualcuno sostiene che l'ala sinistra di Syriza (Lafazanis) volesse addirittura impadronirsi della banca di Grecia e tornare alla dracma. Varoufakis si lascia sfuggire in una conversazione con investitori istituzionali le grandi linee di un piano per la reintroduzione di una valuta nazionale basato su una moneta virtuale. Ma Tsipras, probabilmente, non ci ha mai creduto. Vuole restare nell'Euro e di fronte al fallimento del bluff si accolla l'onere di firmare un accordo-capestro pur di non uscire dall'EZ.

Cosa c'è nell'accordo

Il terzo piano di assistenza finanziaria prevede un aiuto complessivo di 86 miliardi di euro (da UE, BCE, ESM e forse FMI) in tre anni di cui 13 erogati immediatamente (ad agosto: per coprire la rata di rimborso del prestito a BCE per 3 miliardi in scadenza e cominciare a ricapitalizzare le banche greche messe in ginocchio dalla corsa agli

sportelli per 10 miliardi). La somma messa a budget per la ricapitalizzazione delle banche elleniche è di 25 miliardi.

E' il terzo pacchetto dopo quello del 2010 (110 miliardi) e del 2012 (130 miliardi).²⁴ La *condizionalità* è evidente. Aiuti in cambio di misure: (i) eliminazione delle agevolazioni fiscali (ad esempio a favore delle isole e sui carburanti ad uso agricolo); (ii) riforma delle pensioni (eliminazione delle pensioni anticipate e innalzamento dell'età pensionabile a 67 anni); (iii) riforma della Pubblica Amministrazione e introduzione di maggior efficienza nell'amministrazione della giustizia; (iv) innalzamento dell'IVA; (v) privatizzazioni (ad esempio: aeroporti regionali, porti del Pireo e Salonicco, rete elettrica), (vi) controlli anti-evasione.

Inoltre si introduce il principio delle misure prioritarie. Alcune misure vanno ratificate dal parlamento nel giro di settimane (entro metà agosto).

Infine rimane il *monitoring* periodico dei progressi compiuti.

Sul piano dell'aggiustamento fiscale, tuttavia, i creditori hanno mostrato maggior comprensione: l'avanzo primario dovrà essere dello 0.25% nel 2015, dello 0.5% nel 2016 e dell'1% nel 2017 con un sensibile allentamento della restrizione fiscale rispetto ai piani precedenti (nel frattempo, peraltro, l'economia greca è tornata in recessione). "La Germania è consapevole che non si può andare avanti solo con l'austerità. Austerità che, d'altronde non è l'unico pilastro di questo

²³ Questa proposta viene sostenuta in accademia da Hans Werner Sinn e fatta propria dal ministro Schauble.

²⁴ Al momento del referendum l'esposizione verso la grecia era approssimativamente la seguente: 53 mld di prestiti sovrani bilaterali, 131 da EFSF-ESM; 35 dal FMI e 20 da BCE (nell'ambito del Securities Market Program). L'Italia risultava esposta verso la Grecia per 35 miliardi.

salvataggio.” Sostiene Elmar Brock, consulente di Angela Merkel²⁵.

L'accordo viene ratificato dal Parlamento greco con il contributo determinante dell'opposizione filo-europea. La sinistra interna di Syriza (e Varoufakis) si oppone e il partito si spacca. L'esito politico dell'accettazione del piano di accordo del 25 giugno che Tsipras voleva evitare si ripropone identico in seguito all'accettazione del piano del 12 luglio.

Questa volta però Tsipras non si ferma.²⁶ Per rafforzarsi si dimette il 20 agosto (il suo governo è quindi durato 7 mesi) e indice nuove elezioni per il 20 settembre, che vince nonostante (o grazie a) la scissione in Syriza. La sinistra interna di Lafazanis esce da Syriza e diventa un nuovo partito, punito duramente alle elezioni. Il Tsipras2 entra in vigore con la stessa coalizione dello Tsipras1.

Il bilancio dello Tsipras1 è tutt'altro che esaltante. L'economia – che aveva cominciato a crescere (dall'abisso in cui era caduta) nel terzo trimestre del 2014 – ora è di nuovo in recessione. E per riportare in condizioni di (quasi) normalità le banche e il sistema finanziario occorreranno tempi lunghi.

L'accordo viene ratificato dal Parlamento tedesco ad agosto, con un'ampia maggioranza di CDU,

SPD e verdi, ma con il no di 63 ribelli della CDU (contro i 4 del primo pacchetto nel 2010), nonostante Schauble si batta per l'approvazione: “Non ci sono garanzie di successo ma sarebbe irresponsabile non cogliere l'occasione. Per Atene può essere un nuovo inizio, votate sì.” Schauble coltiva l'idea della cessione di sovranità (anche da parte della Germania) pur di conseguire l'unità europea.

L'abbattimento del debito è ancora sul tavolo ma è politicamente non fattibile, date le posizioni tedesche. Una ristrutturazione invece (con un allungamento ulteriore delle scadenze o un taglio dei tassi) è considerata possibile (anche se solo ufficiosamente) anche tra i cristiano-democratici tedeschi. Il principio della intoccabilità del debito nominale sembra un pilastro irremovibile del *Berlin consensus*. Riuscirà il terzo piano di assistenza finanziaria là dove i primi due hanno fallito? O si sta ancora “comprando tempo”?

La visione pessimistica

Varoufakis concepisce l'accordo come una capitolazione della Grecia che porterà il suo paese nel baratro: “Se la Grecia tenta, a dispetto del buon senso e delle leggi elementari dell'economia, di applicare questo memorandum e le riforme che lo accompagnano, corre dritta verso il Grexit. Perché questo programma è stato concepito per affondare la nostra economia. .. L'obiettivo che [Schauble] persegue è molto chiaramente il Grexit... Per colpire la Francia. Lo stato sociale francese, il suo diritto del lavoro, le sue imprese nazionali sono il vero obiettivo del ministro delle finanze tedesco. Egli considera la Grecia come un laboratorio dell'austerità dove sperimentare il memorandum prima di esportarlo.”²⁷ Si tratta di una visione estrema, dietrologica e complottarda del nuovo memorandum. Ma che il nuovo memorandum sia durissimo, che in termini

²⁵ Intervista al Corriere della Sera del 20 agosto.

²⁶ Pisani-Ferry paragona Tsipras a Mitterrand. Dopo la vittoria dell' *Union de la Gauche* nel 1982, Mitterrand aveva impegnato il governo nella politica, promessa in campagna elettorale, di rilancio della domanda aggregata. L'esito – facilmente prevedibile – di questa politica in un contesto europeo di stagnazione generalizzata era stato la crisi della bilancia dei pagamenti francese e la svalutazione del Franco. Allora Mitterrand aveva impresso una svolta a U alla politica economica francese, spingendo sulle privatizzazioni e imponendo l'adozione di una politica di Franco forte che puntava a ridurre l'inflazione in Francia al di sotto di quella in Germania in modo da rilanciare le esportazioni senza svalutare il franco. Intervista al Corriere della Sera del 19 agosto.

²⁷ Intervista a Repubblica del 23 agosto.



di austerità la Grecia riceva “more of the same” sembra fuori discussione.

...e quella moderatamente ottimista

Tuttavia, potrebbe essere veramente un nuovo inizio. Su un punto Tsipras ha ragione. La vicenda greca costringe tutti a ripensare i termini della politica fiscale e strutturale in Europa. Tsipras ha pagato un prezzo salatissimo ma ha forse aperto uno spiraglio. Su questo spiraglio occorrerà lavorare alacremente nei prossimi anni anche alla luce delle nuove sfide. La vicenda greca ormai impallidisce, in termini di importanza relativa, di fronte all'immane problema dell'immigrazione e alla questione non meno rilevante del rischio geopolitico (Siria, Iraq, IS).

Scrivo Krugman a proposito dell'EZ: “What all these economies have in common ... is that by joining the EZ they put themselves into an economic straightjacket. ... Does this mean that creating the euro was a mistake? Well, yes. But that's not the same as saying that it should be eliminated now that it exists. The urgent thing to do is to loosen that straightjacket.”²⁸

²⁸ International New York Times, 4-5 luglio.

2. IL SISTEMA BANCARIO GRECO TRA CRISI DI LIQUIDITA' E RICAPITALIZZAZIONE *

Introduzione

La nuova fase della pluriennale crisi greca, apertasi all'inizio di quest'anno con le elezioni che hanno portato al governo guidato da Alexis Tsipras, ha investito il sistema bancario di quel paese su due fronti: quello della liquidità e quello della riduzione del patrimonio. In questo capitolo, ripercorreremo l'evoluzione di questi due aspetti della crisi greca, e forniremo qualche indicazione sulle prospettive probabili nel prossimo futuro.

Sul fronte della liquidità, le banche greche sono state sottoposte ad un forte deflusso di depositi, che ha indotto il governo greco a limitare il ritiro dei depositi e a imporre restrizioni ai movimenti di capitale. La crisi di liquidità ha costretto le banche greche a dipendere in maniera cruciale dal rifinanziamento presso la banca centrale. Tuttavia, il fatto che il nuovo governo greco abbia respinto il piano di assistenza finanziaria concordato dal precedente governo e abbia avviato una trattativa molto difficile con le istituzioni europee ha posto la BCE in una situazione molto delicata, costringendola a prendere decisioni che si sono necessariamente intrecciate con l'evoluzione del quadro politico. La BCE ha adottato una linea equilibrata: da un lato ha sospeso i titoli di Stato greci dalla possibilità di essere utilizzati come collaterale nelle normali operazioni di rifinanziamento; dall'altro ha continuato a fornire liquidità alle banche greche tramite lo strumento eccezionale denominato *Emergency Liquidity Assistance* (ELA). In prospettiva, la maggiore sfida per il sistema bancario greco consiste nell'invertire il trend che ha visto ridursi la base di depositi, così da ridurre la dipendenza dal

refinanziamento presso la banca centrale. Ma naturalmente questo dipende dalla evoluzione complessiva della economia greca e dagli effetti delle misure previste dall'accordo di agosto, sui quali pesano diversi interrogativi. Dal suo canto, la BCE dovrebbe riammettere le banche greche alle normali operazioni di politica monetaria e includere i titoli di Stato greci nel piano di acquisti avviato quest'anno con il *Quantitative Easing*, una volta che il Parlamento greco abbia approvato le misure previste dal *Memorandum of Understanding* siglato con le istituzioni europee.

La crisi economica in atto da molti anni ha causato pesanti perdite alle banche greche, generando la necessità di una ricapitalizzazione. Tuttavia, va detto che la misura delle necessarie iniezioni di nuovo capitale appare minore di quanto si fosse previsto e temuto. Il *Comprehensive Assessment*, effettuato dalla BCE sulle quattro maggiori banche greche, i cui risultati sono stati resi noti alla fine di ottobre, è stato più severo di quello effettuato lo scorso anno, almeno per quanto riguarda le soglie applicate per determinare eventuali carenze di capitale (*capital shortfall*). Ciò nonostante, esso ha evidenziato una necessità complessiva di ricapitalizzazione per 14,4 miliardi, di cui solo 10 dovrebbero derivare dal contributo europeo: una cifra nettamente inferiore ai 25 miliardi messi a disposizione nel quadro dell'accordo di assistenza finanziaria firmato in agosto. Va anche segnalato che il *capital shortfall* di 14,4 miliardi emerge nello scenario avverso dello stress test, per sua natura ipotetico, mentre nello scenario di base e nella *Asset Quality Review* (AQR) emergono carenze patrimoniali inferiori: 4,4 e 3,4 miliardi rispettivamente. I piani di ricapitalizzazione, che fanno ricorso a risorse pubbliche e private, sono stati presentati dalle quattro banche interessate alle BCE. Il loro avvio prima della fine di quest'anno appare cruciale per evitare il

* A cura di Angelo Baglioni



coinvolgimento dei depositanti (*bail-in*) nel processo di risoluzione bancaria, previsto dalla *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) a partire dal 1 gennaio 2016.

1. La crisi di liquidità e il ruolo della BCE

Il cambiamento di quadro politico, venutosi a creare in Grecia in seguito alle elezioni tenutesi all'inizio del 2015, ha avuto un forte impatto negativo sulle condizioni di liquidità delle banche greche. L'impatto è stato duplice: sul comportamento dei depositanti e sulla assistenza finanziaria fornita dalla BCE.

Riguardo al primo aspetto, va ricordato che l'incertezza creata dalla difficile trattativa, avviata dal nuovo governo greco con i partner europei, ha fatto rinascere i timori associati a una possibile uscita della Grecia dalla zona euro. Durante i mesi che vanno dal febbraio al luglio di quest'anno, questa prospettiva è tornata alla ribalta del dibattito politico, ed è stata più o meno apertamente sostenuta da esponenti della maggioranza e del governo greci. Naturalmente la prospettiva di una conversione dei depositi in euro in depositi ridenominati in dracme costituiva un forte incentivo a trasferire all'estero le somme depositate presso le banche greche o a convertirle in banconote. La ragione è che la "nuova dracma" si sarebbe immediatamente svalutata in larga misura rispetto all'euro. Inoltre è ragionevole supporre che si siano diffusi timori sulla tenuta delle banche greche, dato il peggioramento del quadro macroeconomico. E' possibile che vi siano stati anche timori di una tassazione patrimoniale delle somme tenute in deposito presso le banche.

Sta di fatto che nel corso di quest'anno il drenaggio di depositi dalle banche greche, che si era già verificato nel periodo successivo alla esplosione della crisi del debito sovrano greco (dall'inizio del 2010 alla metà del 2012), ha ripreso con vigore, come si vede nella FIG.1.

Quest'ultima illustra il comportamento delle famiglie, che hanno ritirato il maggiore flusso di depositi. Con riferimento al totale di famiglie e imprese, lo stock di depositi è passato da 160 miliardi di fine 2014 a 121 miliardi nel settembre 2015. Un drenaggio di liquidità nell'ordine del 25% in pochi mesi rappresenta uno shock di liquidità di notevoli dimensioni.

FIG. 1 – Depositi delle famiglie presso le banche greche (consistenze – miliardi di euro)



Fonte: Eurosystem, Euro area statistics.

Uno shock di liquidità di tali proporzioni chiama in causa naturalmente il ruolo della banca centrale in qualità di prestatore di ultima istanza e di garante della stabilità del sistema bancario. Tuttavia, proprio su questo fronte la BCE è stata chiamata a prendere decisioni difficili, poiché le regole interne della BCE stessa le impongono di estendere il prestito di ultima istanza solo a banche che diano sufficienti garanzie di solvibilità e che abbiano attività collaterali sufficienti e di adeguata qualità. Il primo requisito, la solvibilità, non ha costituito un effettivo vincolo, poiché la situazione patrimoniale delle banche greche è rimasta nel complesso adeguata (come vedremo nel prossimo paragrafo). Al contrario, il deterioramento della qualità del collaterale a disposizione delle banche greche, costituito

essenzialmente da titoli di Stato greci, è stato fonte di notevoli difficoltà.

Il 4 febbraio 2015 la BCE decise di non accettare più i titoli di Stato greci come collaterale nelle operazioni di politica monetaria. La decisione era giustificata dalle intenzioni del nuovo governo greco di non accettare un semplice prolungamento del piano di assistenza finanziaria allora in vigore, concordato dal precedente governo con l'Europa, ma di volerne negoziare uno nuovo e diverso. Bisogna ricordare che la BCE aveva già fatto una eccezione alle sue regole, quando aveva deciso di accettare i titoli di stato greci come garanzia, nonostante essi non avessero il rating minimo necessario. Questo trattamento speciale aveva come condizione che la Grecia rispettasse le condizioni previste da un piano di assistenza finanziaria concordato con i partner europei. La stessa condizione vale per il programma di acquisto di titoli di Stato varato il 22 gennaio dalla BCE (il *Quantitative Easing*). La decisione della BCE era una conseguenza della manifesta volontà del nuovo governo greco di non rispettare le condizioni imposte dal vecchio piano di assistenza, e di volerne negoziare uno nuovo che avesse condizioni assai più favorevoli sul piano delle misure economiche richieste e tale da includere anche una ristrutturazione del debito greco verso i creditori ufficiali. Senza entrare nel merito delle richieste greche, era prevedibile che la trattativa sarebbe stata lunga e difficile, con la conseguenza di lasciare la Grecia senza un piano di assistenza finanziaria per almeno diversi mesi, facendo venire meno la condizione per accettare i titoli di Stato greci come collaterale. Con il senno di poi, la decisione della BCE è stata ineccepibile. Data la impossibilità di presentare i titoli di Stato greci come collaterale, le banche greche si sono di fatto trovate impossibilitate ad accedere alle normali operazioni di rifinanziamento della BCE, a partire dal febbraio 2015. Da quel momento, la

loro liquidità è stata assicurata da uno strumento speciale a disposizione dell'Eurosistema: la *Emergency Liquidity Assistance* (ELA). Infatti, le banche dell'area euro possono ricevere finanziamenti dalla banca centrale non soltanto attraverso le operazioni di politica monetaria, ma anche tramite questo strumento, da utilizzare in circostanze eccezionali. La ELA consiste nell'erogazione, da parte delle banche centrali nazionali (BCN), di finanziamenti a favore di una banca che si trovi ad affrontare temporanei problemi di liquidità. La responsabilità dell'erogazione di ELA è delle BCN: ciò significa che qualsiasi costo e rischio derivante dalla ELA è sopportato dalla BCN che ha concesso i finanziamenti. Tuttavia, il Consiglio direttivo della BCE mantiene il potere di limitare le operazioni di ELA, qualora valuti che esse interferiscono con gli obiettivi della BCE stessa. In ultima analisi, la responsabilità di decidere sulla continuazione o interruzione dei finanziamenti tramite la ELA spetta al Consiglio direttivo, che decide a maggioranza di due terzi su questo tema. A tal fine, la BCN responsabile delle operazioni deve informare tempestivamente il Consiglio direttivo sulle motivazioni e sulle caratteristiche delle operazioni stesse, nonché sulle controparti beneficiarie e sulle garanzie prestate.¹

Dal febbraio scorso, le banche greche hanno fatto sempre maggiore ricorso ai finanziamenti concessi dalla Banca di Grecia tramite la ELA e autorizzati dal Consiglio direttivo della BCE. Questi finanziamenti, che sono stati via via aumentati e hanno raggiunto i 127 miliardi di euro durante l'estate (pari al 71% del PIL greco), sono stati cruciali per scongiurare una crisi di liquidità delle banche greche. Se il Consiglio direttivo avesse deciso di non incrementare la ELA nella

¹ Per maggiori dettagli, si veda: BCE, *Procedure per l'erogazione di liquidità di emergenza*.



misura necessaria, o addirittura di chiederne la restituzione, le banche greche sarebbero scivolate verso una crisi di liquidità che le avrebbe facilmente portate all'insolvenza. A sua volta, ciò avrebbe fatto precipitare la situazione economica e sociale in Grecia, rendendo quasi inevitabile una uscita del paese dalla zona euro.

D'altra parte, l'erogazione della ELA presuppone che le banche beneficiarie siano solventi e che abbiano sufficiente collaterale. Queste condizioni erano legate, nel caso greco, all'esito dei negoziati in corso tra il governo greco e i partner europei sul nuovo programma di assistenza finanziaria. Come ha recentemente osservato il Presidente Draghi,² "se (i negoziati) fossero falliti il valore dei titoli pubblici greci sarebbe caduto compromettendo la solvibilità delle banche e la qualità del loro collaterale, escludendole dal finanziamento loro dato fino ad allora dall'Eurosistema. Il Consiglio direttivo si è trovato così a dover dare un giudizio sulle prospettive di successo di questi negoziati". Le decisioni della BCE furono conseguenti a questa situazione. "L'estensione della ELA continuò finché si giudicò che vi fossero le condizioni favorevoli a una conclusione positiva del negoziato. La sua crescita fu interrotta quando apparve che queste condizioni non fossero più verificate. Fu ripresa quando fu chiaro che le prospettive di una soluzione positiva erano ristabilite".

Quanto sopra mette in evidenza che la BCE fu posta in una posizione estremamente delicata dalla evoluzione della crisi greca. Da un lato doveva agire per preservare la sopravvivenza della moneta unica, evitando che l'uscita di un paese dalla zona euro creasse un pericoloso precedente, violando il principio della irreversibilità dell'euro. Dall'altro le sue decisioni, di natura tecnica,

finivano necessariamente per interagire con l'evoluzione del quadro politico in Grecia e dei rapporti di forza tra il governo greco e gli altri governi europei, soprattutto quello tedesco che è stato il protagonista delle trattative. Le tensioni che si sono verificate dimostrano che il disegno istituzionale europeo non è ancora adeguato alla condivisione della stessa moneta. Per dirla ancora con le parole del Presidente Draghi: "abbiamo bisogno di un nuovo patto che impedisca il riemergere delle sfide appena affrontate e che, soprattutto, rafforzi l'architettura costituzionale dell'area dell'euro".

2. Il *Comprehensive Assessment* e la ricapitalizzazione

Uno degli obiettivi del *Memorandum of Understanding* (MoU) firmato dal governo greco e dallo *European Stability Mechanism* (ESM) nell'agosto scorso era la ricapitalizzazione delle banche greche, per ridare solidità al sistema bancario del paese. A questo fine il piano concordato prevedeva uno stanziamento di risorse fino a 25 miliardi di euro. Per valutare le effettive necessità di ricapitalizzazione, è stato affidato alla BCE, in qualità di supervisore, il compito di effettuare un *Comprehensive Assessment*, sull'esempio di quello che venne fatto nel 2014. Questo esame è stato fatto dalla BCE, sulla base dei dati al giugno 2015, ed ha avuto per oggetto le quattro banche significative con sede in Grecia: National Bank of Greece, Piraeus Bank, Alpha Bank, Eurobank. Ricordiamo che le banche significative sono quelle che ricadono sotto la supervisione diretta della BCE, e sono selezionate secondo alcuni criteri che fanno riferimento principalmente alla dimensione. Le quattro banche menzionate superano nettamente la dimensione minima di 30 miliardi di totale attivo.

La metodologia adottata nel *Comprehensive Assessment* del 2015 sulle banche greche ha in

² Si veda: Mario Draghi, "Discorso per l'inaugurazione dell'anno accademico all'Università Cattolica del Sacro Cuore", Milano, 5 novembre 2015.

larga misura ricalcato quella già adottata nel ben più ampio esame fatto nel 2014, che ha avuto come oggetto 130 banche della zona euro, inclusa la Grecia. Tuttavia quell'esercizio si basava sui dati alla fine del 2013, mentre quello di cui stiamo parlando ora ha potuto considerare dati più aggiornati, che riflettono il peggioramento delle condizioni del sistema economico e finanziario della Grecia intervenuto nel frattempo, anche a causa della grave instabilità politica venutasi a creare in seguito alle elezioni tenutesi all'inizio di quest'anno. Tale metodologia prevede sinteticamente due fasi: una valutazione della qualità degli attivi bancari (*Asset Quality Review - AQR*) e un esercizio di simulazione per verificare la robustezza dei bilanci bancari rispetto a uno stress test. Quest'ultimo, a sua volta, prevede due scenari distinti: uno scenario di base e uno avverso, che include ipotesi più pessimistiche in relazione all'andamento del quadro macroeconomico. Nello stress test applicato alla banche greche, l'orizzonte temporale è di due anni e mezzo: dalla metà del 2015 alle fine del 2017.

Come per il 2014, anche per il *Comprehensive Assessment* del 2015 i risultati dell'esame vengono riassunti in un numero, che viene chiamato carenza di capitale (*capital shortfall*). Infatti in ciascuna fase dell'esame il capitale regolamentare (*Common Equity Tier 1 - CET1*) viene rivisto, sulla base delle correzioni apportate in quella fase. Lo stesso avviene per il rapporto tra il CET1 e il totale degli attivi ponderati per il rischio: *risk weighted assets* (RWA). Il rapporto (CET 1 ratio) così ricalcolato viene confrontato con una soglia minima prefissata. Se il CET1 ratio ricalcolato risulta inferiore alla soglia, la differenza viene considerata *capital shortfall*, alla quale la banca deve porre rimedio.

Una differenza significativa rispetto all'esercizio del 2014 consiste nel fatto che le soglie applicate all'esame delle banche greche nel 2015 sono

nettamente più elevate. Nel 2014, la soglia minima di CET1 ratio era del 8% nella AQR e nello scenario di base dello stress test; era del 5,5% nello scenario avverso dello stress test. Nell'esame del 2015 queste soglie sono state innalzate rispettivamente al 9,5% e al 8%. Sotto questo profilo, l'esame effettuato quest'anno sulle banche greche è stato quindi più severo di quello fatto nell'anno precedente.

Il risultato aggregato del *Comprehensive Assessment*, per le quattro banche esaminate, può essere riassunto in tre numeri. Il *capital shortfall* risultante dalla AQR è di 3,4 miliardi. Lo stress test, che prende come base di partenza il capitale ricalcolato nella AQR, ha dato luogo a un *capital shortfall* nello scenario di base pari a 4,4 miliardi, che sale a 14,4 miliardi nello scenario avverso. In base alla regola già introdotta nel 2014, il più elevato tra i tre numeri viene considerato l'esito finale dell'esercizio complessivo. Quindi il risultato più rilevante, a livello aggregato, è lo *shortfall* di 14,4 miliardi, reso noto alla fine dello scorso mese di ottobre. Le quattro banche greche coinvolte sono state invitate a presentare dei piani di ricapitalizzazione, volti a rimediare a questa carenza patrimoniale. Nel rendere noti i risultati dell'esame, la BCE ha invitato le banche interessate a reperire risorse private pari almeno alle necessità patrimoniali derivanti dalla AQR in combinazione con lo scenario di base dello stress test, ovvero sia per una somma di almeno 4,4 miliardi.³ Stando a questa indicazione, l'apporto di risorse pubbliche, derivanti dal contributo europeo, non dovrebbe essere superiore ai 10 miliardi: una cifra molto al di sotto dei 25 miliardi previsti inizialmente dal MoU.

La revisione degli attivi bancari (AQR) può essere considerata la fase più significativa del *Comprehensive Assessment*, in quanto determina

³ Si veda BCE, *Aggregate Report on the Greek Comprehensive Assessment*, Ottobre 2015.



le correzioni di valore da apportare, evidenziando eventuali lacune nella classificazione dei prestiti deteriorati⁴ e nella valutazione dei collaterali. Essa inoltre non presenta l'arbitrarietà che invece caratterizza lo stress test, soprattutto nello scenario avverso, che si basa su ipotesi estreme. La correzione di valore generata dalla AQR è stata di dimensione considerevoli, per le quattro banche complessivamente considerate: 9,2 miliardi. Essa ha comportato una revisione verso il basso del CET1 ratio di oltre quattro punti percentuali in aggregato, come si può vedere nella ultima riga della TAB.1.

Tuttavia, va notato che, anche dopo avere incorporato i risultati della AQR, per tre delle quattro banche sotto esame il CET1 ratio risulta superiore al minimo regolamentare del 7%, previsto dalla regole di Basilea III (pienamente in vigore dal 2019). Solo la Piraeus Bank evidenzia una carenza patrimoniale in questa fase (si veda la colonna "CET1 ratio starting point post-AQR" nella TAB. 1). Va peraltro ricordato che la BCE considera il CET1 ratio imposto dall'accordo di Basilea 3 come un minimo, riservandosi di applicare maggiorazioni nell'ambito del cosiddetto Secondo Pilastro (previsto dallo stesso schema regolamentare di Basilea 3). Coerentemente con questa impostazione, maggiori richieste patrimoniali sono state fatte anche a banche di altri paesi dell'Eurozona, come risultato della valutazione periodica che fa parte del processo di supervisione prudenziale (*Supervisory Review and Examination Process – SREP*).

La correzione del CET1 ratio risulta invece assai più marcata nello scenario avverso dello stress test, per tutte le quattro banche sotto esame, tanto da azzerarne il patrimonio complessivo e da

portare in territorio negativo il patrimonio delle due banche di maggiore dimensione (si veda ancora la TAB. 1, terzultima colonna). Questa pesante correzione è quella che ha generato il fabbisogno di capitale aggiuntivo per 14,4 miliardi complessivi, che dovrà essere coperto dalle banche interessate con capitale privato e pubblico (come si ricordava più sopra).

Può essere quindi utile riportare sinteticamente le principali ipotesi alla base dello stress test. Lo scenario di base è sostanzialmente coerente con le ipotesi alla base del terzo programma di assistenza finanziaria, formulato quest'anno. Esso già incorpora gli effetti negativi delle limitazioni ai prelievi di contante e della chiusura delle banche per un certo periodo durante l'estate scorsa, dei vincoli ai movimenti di capitale, e infine delle misure di restrizione fiscale. In particolare, esso prevede un variazione negativa del PIL del 2,3 e dell'1,3% nei due anni 2015 e 2016, per poi tornare a una crescita del 2,7% nel 2017.

Lo scenario avverso si basa sull'ipotesi che vi sia un calo vistoso dei consumi e degli investimenti, dovuti a un calo di fiducia ulteriore rispetto allo scenario di base. Fattori scatenanti potrebbero essere un ritorno all'instabilità politica e una brusca interruzione del programma di assistenza finanziaria. Nello scenario avverso la deviazione cumulata del PIL rispetto allo scenario di base sarebbe di -5,9 punti percentuali alla fine del 2017. Sempre nel terzo anno della simulazione, il rendimento dei titoli di Stato greci sarebbe più alto di 170 punti base rispetto allo scenario di base. I prezzi delle case sarebbero più bassi dell'11%. Il tasso di disoccupazione sarebbe più alto dell'1,8%, collocandosi al 27,5%.

⁴ Lo stock di *non-performing exposures* (NPE) è stato rivisto verso l'alto per 7 miliardi, anche a seguito della applicazione della definizione europea armonizzata.

TAB. 1 – Risultati del Comprehensive Assessment 2015

Bank Name	CET1 ratio starting point pre AQR	CET1 ratio starting point post AQR	CET1 ratio baseline scenario	CET1 ratio adverse scenario	Capital shortfall baseline scenario (€ billion)	Capital shortfall adverse scenario (€ billion)
Alpha Bank, S.A.	12.7%	9.6%	9.6%	2.1%	0.26	2.74
Eurobank Ergasias, S.A.	13.7%	8.6%	8.7%	1.3%	0.34	2.12
National Bank of Greece, S.A.	11.6%	8.1%	7.3%	-0.2%	1.58	4.60
Piraeus Bank, S.A.	10.8%	5.5%	5.2%	-2.3%	2.21	4.93
System wide	12.1%	7.9%	7.6%	0.1%	4.39	14.40

Fonte: BCE, *Aggregate Report on the Greek Comprehensive Assessment*, Ottobre 2015.

3. Le prospettive

Il deflusso di depositi dalle banche greche si è progressivamente ridotto nel corso dell'estate. In settembre le famiglie hanno ritirato depositi per 190 milioni, a fronte dei massicci ritiri avvenuti nella prima parte dell'anno: oltre 9 miliardi in gennaio e 7 miliardi in giugno. Tuttavia, questo apparente miglioramento può essere maggiormente dovuto ai vincoli sul ritiro dei depositi e sui movimenti di capitale, piuttosto che a una rinnovata fiducia sulla stabilità del sistema bancario ellenico. In ogni caso, esso ha consentito una graduale riduzione del ricorso alla ELA, il cui limite è stato via via ridotto fino a 86 miliardi il 4 novembre. Va ricordato che il ricorso alla ELA è costoso: su di essa le banche pagano normalmente un tasso di interesse di un punto e mezzo percentuale al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, quindi attualmente un tasso del 1,55%. Questo tasso è fortemente penalizzante date le condizioni attuali del mercato monetario. E' auspicabile che una

maggiore stabilità del quadro politico e un miglioramento della situazione economica, insieme alla ricapitalizzazione delle stesse banche, consentano alle banche greche di ridurre ulteriormente il ricorso alla ELA, ricorrendo maggiormente al finanziamento sul mercato. Naturalmente, un pesante interrogativo deriva dalle possibili conseguenze di una eventuale rimozione delle restrizioni ai movimenti di capitale.

Un elemento positivo potrebbe derivare, in prospettiva, dalla riammissione alle operazioni di politica monetaria. Come si ricordava prima, la sospensione dei titoli di Stato greci dalla possibilità di essere accettati come collaterale nelle operazioni di politica monetaria fu legata, nel febbraio scorso, al venir meno della condizione secondo cui la Grecia era un paese sotto un programma di assistenza finanziaria. Attualmente questa condizione sembra essere nuovamente soddisfatta, con la stipulazione del MoU in agosto e con la successiva graduale



approvazione da parte del Parlamento greco delle misure previste nel piano concordato allora. Le elezioni politiche tenutesi in settembre hanno parzialmente rallentato l'approvazione parlamentare delle misure previste dal MoU. Il processo di approvazione delle riforme è sottoposto a verifiche periodiche da parte delle istituzioni europee: una verifica è in corso nel mese di novembre e un'altra dovrebbe essere condotta verso la fine del 2015. L'esito positivo di queste verifiche dovrebbe creare le condizioni perché le banche greche possano ritornare a utilizzare i titoli di Stato greci da loro detenuti per accedere alle normali operazioni di rifinanziamento, meno costose della ELA, ed anche perché la Grecia possa essere inclusa nel programma di acquisto di titoli di Stato avviato quest'anno dalla BCE.

L'approvazione delle riforme previste dal MoU e il conseguente esito positivo delle verifiche effettuate dalle istituzioni europee sono la condizione necessaria anche per portare a termine l'erogazione della prima tranche di finanziamenti previsti dal piano di assistenza finanziaria approvato in agosto. Quella tranche ha un importo complessivo di 26 miliardi, dei quali 10 sono destinati alla ricapitalizzazione delle banche, e sono stati depositati presso un conto in Lussemburgo gestito dallo *European Stability Mechanism* (ESM). Essi dovranno essere messi a disposizione dello *Hellenic Financial Stability Fund* (HFSF), una istituzione creata appositamente per gestire le partecipazioni pubbliche nelle banche greche. A sua volta, lo HFSF userà questi fondi per acquisire partecipazioni azionarie nelle banche greche, secondo le necessità di ricapitalizzazione emerse dal *Comprehensive Assessment* effettuato quest'anno dalla BCE.

I piani di ricapitalizzazione delle quattro banche esaminate dalla BCE sono stati sottoposti dalle

banche interessate alla BCE stessa il 6 novembre 2015. La tempistica di attuazione di questi piani è rilevante, poiché da essa dipende la possibilità di evitare – almeno in parte – il ricorso al cosiddetto “*bail-in*”. Com'è noto, il 1 gennaio 2016 entrerà in vigore la nuova regolamentazione europea sulla gestione delle crisi bancarie, prevista dalla *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD). La BRRD prevede che l'erogazione di contributi pubblici nei processi di risoluzione bancaria sia soggetta alla condizione che almeno l'8% delle passività di una banca siano state coinvolte nella gestione della crisi bancaria, attraverso cancellazione di valore o conversione di debito in azioni. Il coinvolgimento delle passività deve seguire l'ordine di priorità previsto nelle procedure di insolvenza: azioni, obbligazioni junior (subordinate), obbligazioni senior, depositi (escluse le somme depositate inferiori al limite di 100.000 euro, coperte dalla assicurazione dei depositi). L'accordo raggiunto in agosto tra il governo greco e le istituzioni europee prevedeva che il *bail-in* potesse essere applicato ai detentori di obbligazioni (anche senior), ma non ai depositanti. La finalità di questo accordo era quella di preservare la già fragile stabilità delle banche greche e di tutelare i depositi delle imprese, non coperte dalla assicurazione per la parte eccedente i 100.000 euro. Affinché questo scopo possa essere effettivamente raggiunto, occorre che il trasferimento dei fondi dall'ESM allo HFSF e l'approvazione dei piani di ricapitalizzazione presentati dalle banche interessate alle autorità di supervisione avvenga prima della fine dell'anno in corso.

3. CONDONO, RISTRUTTURAZIONE, O RIFINANZIAMENTO DEL DEBITO? IL RUOLO DEL FMI*

Introduzione

Spesso gli economisti, per risolvere analiticamente i loro modelli, partono dall'idea che si debba risolvere prima il problema del futuro per poi procedere a ritroso alla soluzione per il presente, ipotizzando che oggi gli agenti economici siano in grado di anticipare correttamente le conseguenze future di ciò che fanno. Al contrario, i responsabili della politica economica (e purtroppo non solo loro) si trovano tipicamente a dover fare esattamente l'opposto: cercare di risolvere un problema presente che è frutto degli errori commessi in passato, errori le cui conseguenze erano state ignorate, spesso volutamente, quando le scelte erano state compiute. Il caso della Grecia documenta una storia delle gravissime sequenze di errori sistematici commessi, a causa di vincoli di carattere politico e di valutazioni sbagliate, che erano stati previsti e dunque potevano essere evitati. Tali errori precedono le misure di austerità, imposte nella zona Euro non solo ai paesi debitori delle istituzioni, ma anche a tutti gli altri. In questo lavoro si cerca di argomentare che il "peccato originale" dei creditori internazionali è stato quello di rifinanziare - anziché cancellare parzialmente - il debito greco, con il primo pacchetto di aiuti, ponendo le basi per politiche di restrizione controproducenti, che hanno reso in seguito necessari interventi di *bail-out* di dimensioni molto superiori a quelle originariamente scartate. Una rara combinazione di scelte miopi e inefficienti che hanno danneggiato insieme creditori e debitori.

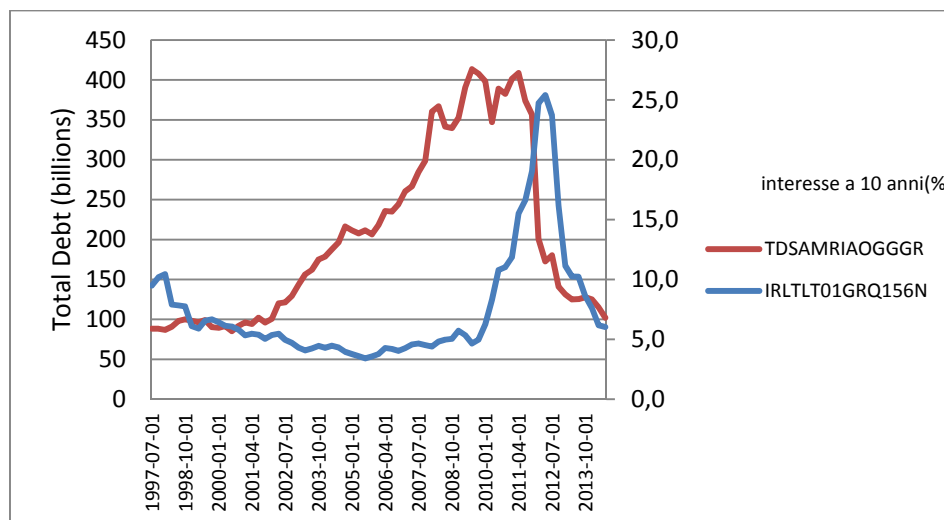
1. Breve cronistoria dei piani di salvataggio

1.1 Prodromi

E' utile inquadrare i successivi salvataggi nell'ambito delle principali tappe della crisi greca. Com'è noto, questa inizia ufficialmente il 20 ottobre del 2009 con la rivelazione del ministro del Tesoro del governo presieduto da Papandreu, George Papacostantinou, che il "vero" deficit del settore pubblico ammontava al 12,5 percento del PIL, anziché al 3 percento dichiarato in precedenza dal governo Karamanlis. Con l'ingresso nell'Eurozona la Grecia, come l'Italia, aveva beneficiato di una sostanziale riduzione del costo del debito: alla eliminazione del rischio di cambio i mercati avevano associato un' implicita assicurazione contro l'insolvenza (FIG.1) In Grecia i tassi calano nonostante l'esplosione del debito pubblico. Questo passa da 96 miliardi nel 2000 (BIS, 2015) – pari al 103.4 % del PIL (OECD, 2015) – a 414 miliardi nel 2009 – equivalenti al 127.8% del PIL. La crisi "suona la sveglia" ai mercati e i tassi volano dal 4.8 al 10.8% nel giro di un anno (OECD, 2015). All'annuncio dei conti truccati seguono ripetuti declassamenti delle agenzie di rating. Già nei primi mesi del 2010 il Parlamento approva due piani di austerità che prevedono il congelamento dei salari pubblici, un taglio del 10% dei *bonus* e degli straordinari, blocco delle pensioni, aumenti dell'IVA, delle accise su benzina alcol, sigarette e beni di lusso, e tagli agli stipendi nel pubblico impiego. I mercati non sono rassicurati; in aprile Papandreu chiede, e ottiene a maggio, il primo programma di aiuti, accompagnato dal terzo pacchetto di misure di aggiustamento.

* A cura di Paolo Manasse

FIG. 1 – Debito totale del Settore Pubblico e di interesse



Fonti: Debito: Bank for International Settlements, Amount Outstanding of Total Debt Securities in General Government Sector, All Maturities, Residence of Issuer in Greece, Tasso di interesse a 10 anni: OECD

1.2 Il primo bail-out

Il finanziamento consiste in 80 miliardi - da erogare nell'arco di tre anni, da parte dell'Eurogruppo - ripartito tra i vari paesi pro-quota, sulla base della partecipazione di ciascuno al capitale della BCE. Questo sarà poi ridotto a 77.3 miliardi per la mancata partecipazione di Slovacchia, e l'impossibilità di Irlanda e Portogallo a far fronte alla propria quota. Al finanziamento europeo si aggiunge un prestito Stand-by del FMI, per altri 30 miliardi, corrispondenti a circa 30 volte la quota della Grecia nel FMI (European Commission, 2015). E' il più ampio finanziamento nella storia del Fondo Monetario (IMF, 2013). Gli obiettivi sono:

- ridurre il deficit fiscale sotto il 3% entro il 2014, con rapporto debito-PIL che inizi a stabilizzarsi a partire dal 2013 per poi ridursi;
- garantire la stabilità finanziaria istituendo un fondo indipendente che sostenga le banche in caso di necessità;
- ristabilire la competitività attraverso ampie riforme strutturali;
- in aggiunta alle misure fiscali intraprese nel 2010 – pari al 5% del PIL - si prevede un aggiustamento *front loaded* per altri 11 punti di PIL nel triennio 2010-13, da ottenere tramite
 - o i) un aumento della pressione fiscale di 4 punti (IVA);
 - o ii) una riduzione della spesa di 5.2 punti di PIL (abolizione della tredicesima e quattordicesima dei dipendenti pubblici e delle pensioni);
 - o iii) misure fiscali strutturali per circa 1.8 punti di PIL.

Secondo un "memo" interno riservato del FMI (IMF, 2010) - pubblicato dal *Wall Street Journal* (Wall Street Journal, 2014) - nella riunione del Board del FMI molti Direttori esecutivi non europei, pari a circa un terzo del totale, esprimono forti riserve sul disegno complessivo del *bail-out*.

Le obiezioni sollevate riguardano alcuni punti decisivi:

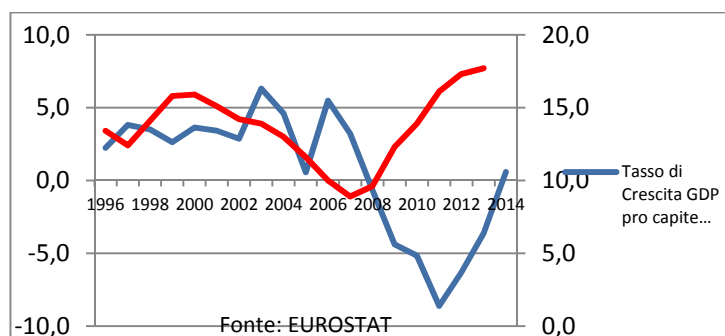
- le proiezioni di crescita sono irrealistiche, e dunque edulcorano le analisi sulla sostenibilità del debito greco, ponendo anche a rischio la credibilità del Fondo ;
- il pacchetto dev'essere accompagnato da una parziale cancellazione del debito e dal coinvolgimento dei creditori privati (*Private Sector Involvement*, PSI), soprattutto le istituzioni finanziarie europee;
- in assenza di PSI, l'intero onere dell'aggiustamento ricade sul paese debitore e dunque le misure di austerità necessarie per ridurre il debito rischiano di produrre effetti sociali e politici difficilmente sostenibili;
- le riforme strutturali richieste dalla Commissione, a differenza di quelle richieste dal Fondo, non presentano una coerenza macroeconomica, ma appaiono come una "lista della spesa";
- il coinvolgimento di ben tre istituzioni (Fondo, Commissione e BCE) rischia di portare a divergenze di giudizio.

Purtroppo queste obiezioni rimangono inascoltate: nel Board prevalgono le posizioni dei Direttori esecutivi di Stati Uniti, Germania, Francia e degli altri principali paesi Europei, preoccupati che una ristrutturazione del debito possa danneggiare le banche creditrici, causando fenomeni di contagio. In effetti le regole del FMI imporrebbero di non effettuare nuovi prestiti quando il debito non sia "sostenibile con elevata probabilità" (IMF, 2103). Per poter comunque partecipare al salvataggio il Fondo modifica le proprie regole, introducendo appositamente l'eccezione della presenza di "rischi di contagio internazionale".

1.3 Verso il secondo salvataggio

Il governo, coerentemente con gli impegni approva il terzo piano di austerità (maggio 2010), e una riforma delle pensioni (luglio) che aumenta da 60 a 65 anni l'età pensionabile per le donne, impone un tetto sui salari e decide il taglio del 10% dei salari sopra i 1.800 Euro per i lavoratori delle imprese pubbliche. I mercati non sono per nulla rassicurati; lo spread, che a gennaio era intorno ai 300 punti base supera aprile i 1000; a luglio 2010 il tasso a lunga arriva al 10.8%. Le agenzie di rating continuano il declassamento del debito. Come prevedibile (e previsto), i contraccolpi economici, politici e sociali, non si fanno attendere. Il ministro del Tesoro viene sostituito. Il PIL è in caduta libera e la disoccupazione galoppa (FIG.2): il quarto pacchetto di austerità, che prevede nuovi aumenti di imposte e tagli ai salari, viene approvato nel giugno 2011 ed è accolto da violente manifestazioni di fronte al Parlamento.

FIG. 2 - Crescita PIL procapite e Tasso disoccupazione



Fonte Eurostat

Al fine di ottenere la sesta *tranche* del prestito, Papandreu ottiene dal Parlamento l'approvazione del quinto programma di aggiustamento nell'ottobre 2011 (30% di tagli dei salari dei dipendenti pubblici, riduzione della soglia per l'esenzione fiscale, un taglio del 20/40% delle



pensioni superiori a 1.200 Euro per i pensionati con più/meno di 55 anni). Nuove dimostrazioni di protesta provocano un morto a piazza Syntagma e a ottobre viene raggiunto l' accordo per il secondo bail-out. Si dimette Papandreu e nasce un nuovo governo di unità nazionale presieduto dal Governatore della Banca Centrale Greca, Papademos.

1.4 Il secondo salvataggio

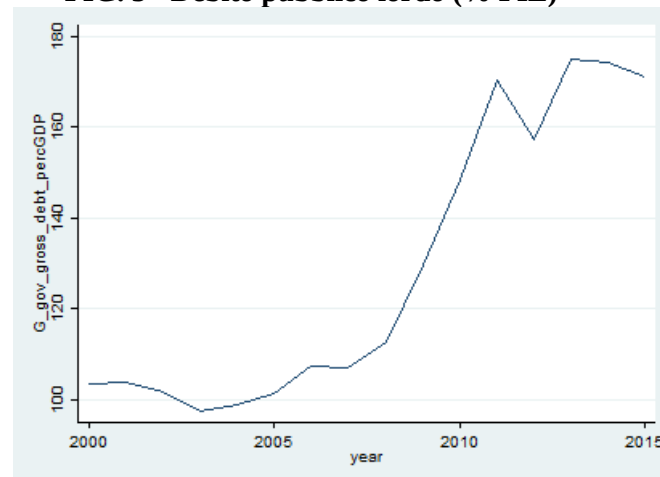
Il secondo programma di aggiustamento (European Commission, 2015) ha l'ambizione di ridurre il rapporto debito PIL dal 160 al 120% del PIL entro il 2020, riportare il bilancio primario dal 2013 in surplus, portare avanti un ambizioso programma di privatizzazioni e riforme strutturali del mercato del lavoro, dei beni e dei servizi. L'unico obiettivo raggiunto sarà quello delle riforme del lavoro. Come al solito si richiedono alla Grecia misure "prioritarie" (liberalizzazione delle professioni, legge anticorruzione, privatizzazioni, presenza della Troika ad Atene, creazione di un fondo separato su cui versare gli interessi sul debito). Il piano contiene l'importante novità del coinvolgimento del settore privato (PSI) . L'accordo definitivo, raggiunto nel febbraio 2012 prevede

- a) un nuovo prestito di 100 miliardi dell'Eurogruppo (poi portato a 144.6) e un "contributo significativo" - definito in circa 30 miliardi - del FMI, una riduzione dei tassi della Greek Loan Facility a 150 punti base sopra il Libor, e una estensione della scadenza dei primi prestiti;
- b) il trasferimento alla Grecia dei profitti realizzati sugli acquisti di titoli greci dalle Banche Centrali nazionali nell'ambito degli acquisti sul mercato secondario (SMP, Security Markets Programme);
- c) l'accettazione volontaria di un "taglio" del 53.5% sul valore nominale dei titoli greci posseduti dalle istituzioni finanziarie private, per

una perdita in valore attuale calcolata intorno al 75%. In pratica per ogni 1000€ nozionale di titoli posseduti, i proprietari ricevono 150€ sotto forma di nuovi "titoli PSI" ad uno e due anni, emessi dal nuovo fondo salva stati , EFSF, e 315€ di "nuovo titoli Greci" recanti una maturità compresa tra i 10 e 30 anni, con un rendimento medio del 3.65 percento, ed un valore nominale pari al 21 percento dei titoli originali. Allo swap, che il governo Greco "incoraggia" introducendo in modo reattivo la clausola di azione collettiva (CAC) partecipa il 95.7% del valore dei titoli privati (pari a 197 miliardi), ma non aderiscono i detentori di titoli governati dalla giurisdizione inglese, circa 6 miliardi di valore nominale, che sono ripagati in pieno. L'Institute of International Finance stima che il debito in circolazione si riduca in totale da 350 a 250 miliardi circa.

La FIG. 3 mostra che il secondo pacchetto è tardivo e insufficiente. la solvibilità misurata dal rapporto debito/PIL migliora in maniera modesta e, soprattutto, solo temporanea.

FIG. 3 - Debito pubblico lordo (% PIL)



Fonte: IMF, 2015A, *World Economic Outlook Database*

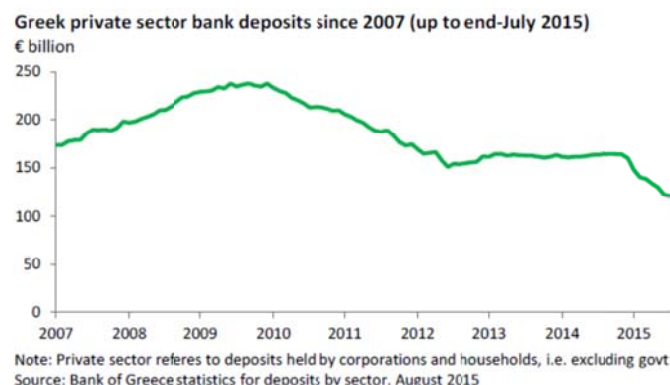
E' un risultato oltremodo deludente. Il debito greco diminuisce “poco” perché il “taglio” ai privati, viene più che compensato dai nuovi prestiti delle Istituzioni (175.2 miliardi, TAB.1). Inoltre, il PSI non è poi così penalizzante come appare per i privati (Roubini, 2012): il nuovo debito verso le istituzioni finanzia per 30 miliardi i pagamenti *upfront* concessi ai creditori privati come “dolcificanti” (*sweeteners*) per invogliarli a partecipare allo swap; inoltre mentre i titoli originali erano soggetti alla giurisdizione greca, quelli nuovi cadono sotto quella britannica, e quindi difficilmente potranno essere convertiti in Dracme in caso di Grexit. Infine, circa 25 miliardi dell'European Financial Stability Fund, EFSF, servono a ricapitalizzare le banche private, mantenendole tali. Il PSI è “troppo piccolo troppo tardivo” – come affermerò lo stesso FMI (IMF, 2013a). Il risultato è che il debito greco rimane non sostenibile, ma d'ora in poi le perdite saranno ancora di più a carico delle istituzioni pubbliche, che ne possiedono ora circa due terzi.

1.5 Verso il terzo bail-out

Le elezioni politiche del maggio 2012 inaugurano una fase di fortissima instabilità politica oltreché economica. Nuove elezioni a giugno producono un fragile coalizione di governo di unità nazionale assediata da una crescente opposizione di estrema sinistra e destra. Il settimo pacchetto di austerità viene approvato dal Parlamento in novembre, con ulteriori tagli ai salari dei dipendenti pubblici , 4.000 licenziamenti previsti nel 2013 e 15.000 nel 2014, e l'aumento dai 65 ai 67 anni dell'età pensionabile. Dopo la vittoria di SYRIZA alle elezioni europee del 2014, l'esigua maggioranza non riesce ad eleggere il nuovo presidente della Repubblica e si torna a votare nel del gennaio 2015. Eppure, i primi mesi del 2014 mostrano dati economici confortanti: il bilancio presenta un avanzo primario rispettabile (1.4% del PIL), la

Grecia torna ad avere accesso ai mercati finanziari con un prestito di tre miliardi di Euro, Fitch migliora il rating da B- a B (Outlook “stabile”), il PIL torna a crescere (+0.6, v. FIG. 2) e la disoccupazione decelera. La vittoria elettorale di SYRIZA è fondata sulla promessa di porre fine all'austerità e di rinegoziare il debito con i creditori ufficiali, perciò a sorpresa Tsipras chiama un referendum contro l'accordo raggiunto a febbraio con l'Eurogruppo, che estendeva di quattro mesi la scadenza dei prestiti alla Grecia. Il nuovo primo ministro richiede al Fondo Monetario di posticipare le rate dovute il 5 giugno, poi decide di pagarle sfruttando la quota di Diritto di Prelievo nel Fondo Monetario, ed infine cade in arretrato con lo stesso FMI. A luglio la corsa agli sportelli bancari sembra oramai inarrestabile (FIG. 4).

FIG. 4 - Corsa agli Sportelli



Il primo ministro decide la chiusura delle banche, l'imposizione di un limite ai prelievi e adotta controlli sui movimenti di capitali internazionali. Le banche sono mantenute in vita dalla Emergency Liquidity Assistance (ELA) fornita dalla Banca Centrale Europea, che però congela nuove iniezioni di liquidità, e le condiziona di fatto al raggiungimento di un nuovo accordo con i creditori e dunque al pagamento dei debiti in scadenza e gli arretrati a ECB, FMI , EFSM. Di



fronte alla scelta tra accettare un accordo, già rifiutato dal voto popolare del referendum, o uscire dall'Euro per impedire il fallimento del sistema bancario, il primo ministro ottiene dal Parlamento l'approvazione delle misure richieste dai creditori, firma il 19 Agosto un nuovo memorandum d'intesa e si dimette il giorno successivo. Le elezioni di settembre 2015 confermano SYRIZA come il primo partito, anche se con una risicata maggioranza.

1.6 Il terzo bail-out

Il terzo programma di aggiustamento viene sottoscritto dal governo greco con Commissione, BCE e fondo ESM, "con l'input", si scrive, del FMI, la cui partecipazione finanziaria è lasciata in sospeso. L'assenza del FMI è un dato importante. Il Fondo subordina la propria partecipazione a due condizioni: 1) un accordo sulla cancellazione del debito (*debt relief*) che ne assicuri la sostenibilità; 2) la specificazione di riforme fiscali, strutturali e del sistema finanziario (si veda più avanti). La Commissione Europea, invece, ritiene che la sostenibilità possa essere garantita con un credibile programma di riforme strutturali e non richieda dunque tagli nominali (*haircuts*), pur dichiarandosi pronta a considerare misure aggiuntive (*grace periods* e scadenze più lunghe) dopo una valutazione delle riforme concordate (European Commission, 2015). Il terzo programma viene finanziato con 86 miliardi stanziati dal fondo Salva Stati ESM per gli anni 2015-18 (questi includono 7,1 miliardi necessari a ripagare un "prestito ponte del EFSM). Il FMI, si dice, potrà concorrere a questa somma se deciderà di aderire, così come gli stati membri potranno contribuire, devolvendo i profitti realizzati con le operazioni di acquisto di titoli SMP, mentre la stessa Grecia potrà partecipare se riuscirà a tornare sui mercati finanziari. Dello stanziamento, 25 miliardi serviranno alla

ricapitalizzazione delle banche. La prima tranche (26 miliardi) viene versata immediatamente e serve in parte (10 miliardi) a ricapitalizzare le banche, e in parte (16 miliardi) a ripagare i creditori internazionali, tra cui la BCE (3 miliardi), il FMI, l'EFSM (7,1 miliardi), ed i creditori nazionali nei cui confronti lo stato greco ha accumulato fortissimi arretrati. Il finanziamento non comporta un aggravio per i paesi partecipanti, in quanto viene finanziato dal ricorso del ESM al mercato.

1.7 Una valutazione dei piani di prestiti alla Grecia

La TAB. 1 riassume le caratteristiche dei tre piani d'aiuto e ne mostra l'inefficienza complessiva. Il totale delle riserve stanziato dalla comunità internazionale raggiunge circa 372,5 miliardi, una somma per difetto, perché essa non tiene conto delle perdite in conto capitale subite dai creditori ufficiali per la riduzione dei tassi e l'allungamento delle scadenze, la cosiddetta OSI, *Official Sector Involvement*; se a questa somma si aggiunge il contributo del settore privato (circa 147,5 miliardi) arriviamo, ad un totale di circa 520 miliardi, 106 miliardi superiori alla stima del debito del settore pubblico totale del 2009 (414 miliardi). Ciò significa che se ad esempio, il PSI fosse stato fatto subito, come richiesto dai Direttori esecutivi non europei del FMI, d'intero debito residuo ($266,5 = 414 - 147,5$) fosse stato interamente cancellato a spese della comunità internazionale, quest'ultima avrebbe risparmiato questi 106 miliardi, mentre i Greci avrebbero potuto adottare programmi di aggiustamento meno recessivi.

TAB. 1 - I Piani di aiuto alla Grecia

PIANO di AIUTO	Di cui	Dimensione (mld. Euro)	Versati	Quota residua	Tasso di interesse	Scadenza
Primo Programma		111,3				Marzo 2012
	Prestito bilaterale UE	77,3	42,9	24,4	Euribor+50 bps	Esteso al Dicembre 2012 + 10 anni di periodo di grazia
	IMF Stand by Agreement	34	22,6	11,4	3,1%	Pienamente rimborsato entro 2016
Secondo Programma		175,2				
	UE	24,4	24,4	0		
	IMF Extended Fund Facility	30,6	13,2	17,4	3,1%	Marzo 2016
	EFSF	120,2	106,5	13,7	Costi di raccolta e costi operativi sostenuti da EFSF	Scadenza media ponderata (sulla base della diverse tranche in scadenza): 32,4 anni
Terzo Programma	ESM	86	39	47	Costi di raccolta e costi operativi sostenuti da EFSF+margine di 10-30 bps	Scadenza media: 32,5 anni
TOTALE		372,5	258,6	113,9		

Fonte: Calcoli dell'autore su dati Commissione Europea, IMF, ESM, Investec Economics, 2015



2. Condono o rifinanziamento del debito: teoria, evidenza e pratica

2.1 Teoria ed Evidenza

In quali circostanze andrebbe condonato, parzialmente o totalmente, il debito di uno Stato, ovvero il debito andrebbe rifinanziato con prestiti delle Istituzioni quando i creditori privati non si rendono più disponibili? Cosa si sarebbe dovuto fare in Grecia nel 2009?

La risposta dei creditori ufficiali alla prima domanda è che nuovi prestiti si giustificano quando il debitore è solvibile, ma non ha liquidità sufficiente a far fronte ai pagamenti dovuti. Quando invece il debitore è insolubile, si dovrebbe prenderne atto e cancellare, almeno in parte, il debito. In realtà, la distinzione tra crisi di solvibilità e di liquidità è molto labile, come il seguente semplice esempio illustra (v. Krugman 1995). Si assuma che l'intero debito, D , principale e interessi, debba essere ripagato oggi, ma lo stato disponga oggi solo di risorse pari a $x < D$, mentre potrà disporre x' (in valore atteso) domani. Per evitare una crisi di liquidità, il mercato dovrebbe prestare nuovi fondi, pari a $D-x$, al costo opportunità $1+i$, dove i rappresenta il tasso di interesse. Questo avverrà se i potenziali creditori ritengono che saranno ripagati, ovvero se $x' \geq (1+i)(D-x)$. Ma questa è proprio la condizione che garantisce la solvibilità dello Stato: il valore attuale dei pagamenti attesi dev'essere almeno pari al debito, $x + x'/(1+i) \geq D$. Dunque, se uno Stato è solvibile troverà in linea di principio nuovi prestiti per far fronte a problemi di liquidità. Se al contrario si verifica una crisi di liquidità, questo dev'essere dovuto al fatto che il mercato ritiene che lo Stato non sia solvibile. Si noti che questa situazione non sarebbe risolta se lo Stato debitore fosse disposto a pagare tassi di interessi maggiori, perché i nuovi creditori otterrebbero al più risorse pari a x' ,

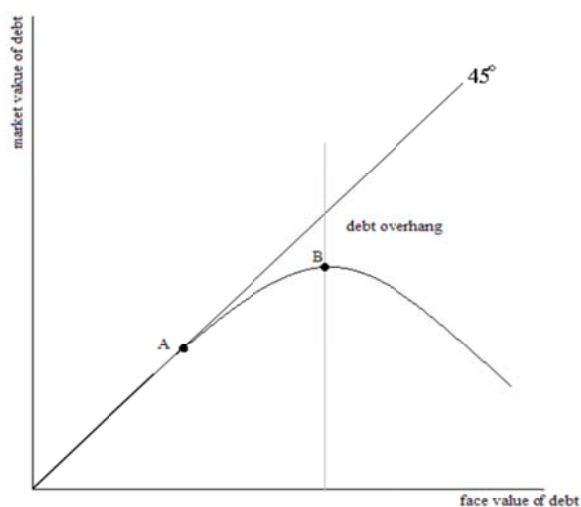
indipendentemente dal tasso di interesse promesso. Le cose, in realtà sono un po' più complicate. Innanzitutto, gli interessi dei *vecchi* creditori non necessariamente sono allineati con quelli dei *nuovi potenziali* creditori. In condizioni di incertezza, ai primi potrebbe convenire rinnovare i prestiti anche ad un governo insolvente, al fine di evitare i possibili costi aggiuntivi di una crisi, ed al fine di "scommettere sulla ripresa" di una buona congiuntura, mantenendo in vita il prestito. In questo modo potremmo avere uno stato insolvente ma che, almeno temporaneamente, continua ad avere accesso ai mercati finanziari. Analogamente, gli interessi *collettivi* dei creditori differiscono da quelli *individuali*: a ciascuno converrebbe che fossero gli altri a rinnovare il debito, uscendone senza perdite. Ovviamente questo aspetto di *free riding* potrebbe portare un governo solvibile ad una crisi di liquidità. Se, dunque si potesse stabilire con elevata probabilità che lo Stato è insolvente, non resterebbe che adeguare il valore debito al valore attuale dei pagamenti attesi, attraverso la ristrutturazione, cancellazione del principale o degli interessi. Ci sono però due aspetti che questa strategia comporta.

Il primo, sfavorevole alle diverse forme di condono, è il problema dell'azzardo morale: se lo Stato debitore si aspetta di non dover ripagare i debiti, metterà in atto politiche insostenibili e, "in equilibrio", cesserà di esistere un mercato per il debito sovrani. E' questa la motivazione di fondo con cui la Germania si è sempre opposta alla cancellazione del debito greco così come alle operazioni della BCE per l'acquisto di titoli dei paesi in difficoltà (Security Market Program, Outright Monetary Transactions).

Il secondo aspetto, invece favorevole al condono, è il cosiddetto *debt overhang*. Ci sono due versioni di questa idea. La prima (Sachs, 1986,

Krugman 1995) sostiene che se le possibilità di ripagare il debito (x' nell'esempio) dipendono dall'attuazione di politiche di riforme economicamente e politicamente costose - come riforme del mercato del lavoro o misure che riducano l'evasione - la presenza di un elevato debito costituirà un disincentivo alle riforme, perché implica che i loro benefici andranno in larga misura ai creditori. Questa ipotesi implica che potrebbe verificarsi il caso della *curva di Laffer del debito* (FIG. 5). Per valori "bassi" del debito sovrano nominale in circolazione (sull'asse delle ascisse), il valore di mercato aumenta in un rapporto di 1:1, lungo la retta bisettrice. Man mano che il debito in circolazione aumenta, il suo valore di mercato aumenta via via meno che proporzionalmente e - da un certo punto in poi (il punto B nella figura) - comincia a ridursi. Questo perché tanto maggiore il debito, tanto minore l'incentivo a recuperare risorse e tanto più elevata la probabilità di insolvenza. Se un paese si trovasse da questa parte della curva, una cancellazione del debito beneficerebbe, oltre ai debitori, anche i creditori facendo aumentare il valore di mercato del debito in loro possesso

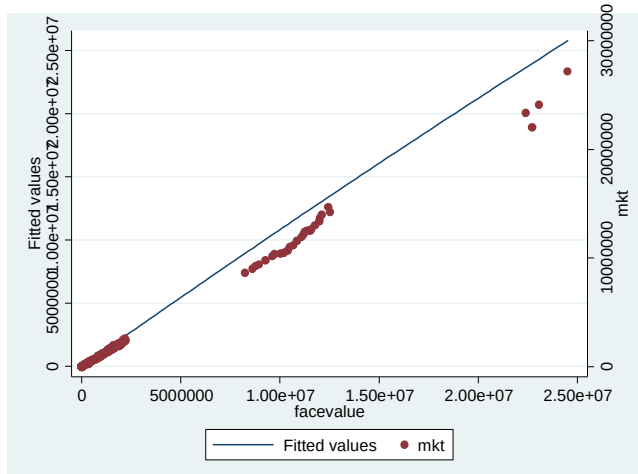
FIG. 5 - Curva di Laffer del Debito



La letteratura empirica sulla curva di Laffer del debito è molto scarsa, attiene esclusivamente ai paesi emergenti ed in via di sviluppo, e si ferma a fine anni ottanta (Claessens et al, 1989). Il principale risultato raggiunto è che solo una manciata di paesi ad alto debito si trova "dalla parte sbagliata" della curva di Laffer. La FIG. mostra relazione tra il valore facciale (asse delle ascisse) e valore di mercato del debito pubblico (asse delle ordinate) per 24 paesi industrializzati tra il 1977 ed il 2015 (Aksoy e Manasse, 2015). I paesi si suddividono chiaramente in 3 gruppi, contraddistinti da un basso/ medio/alto valore del debito. Via via che aumenta il debito nominale, il valore di mercato tende a collocarsi sempre più al di sotto della bisettrice, indicando una relazione non lineare (confermata dall'indagine econometrica). Nonostante ciò, la relazione tra valore di mercato e valore nominale appare sempre crescente: sembrerebbe che nessuno tra i paesi avanzati si trovi nella parte "sbagliata della curva di Laffer". Il che tenderebbe ad escludere la possibilità di poter cancellare il debito senza danneggiare i creditori.

La seconda versione dell'ipotesi di *debt overhang* sta nell'idea che un livello di debito pubblico elevato - a partire da soglia critica pari al 90% (Reinhart e Rogoff, 2010) - scoraggi la crescita, ad esempio richiedendo elevate imposte distorsive su lavoro e capitale. E' questa una tesi notoriamente controversa (si veda Panizza e Presbitero, 2013 per una rassegna della letteratura) su cui è per lo meno inopportuno derivare ricette pratiche per la soluzione di crisi di default.

FIG. 6 - Valore facciale e nominale del Debito



Fonte: Calcoli dell'autore su dati Datastream

2.2 Pratica

In pratica, come detto, è difficile tracciare una linea netta tra debitore insolubile ed uno illiquido. E infatti il FMI monetario condiziona l'erogazione dei propri prestiti al fatto che il debito sia "sostenibile con elevata probabilità", ovvero che, per diversi scenari sulla crescita, i tassi di interesse, le spese e le entrate, associate a diverse probabilità, lo stato sia in grado di far fronte ai propri obblighi finanziari nella maggior parte dei casi.

Nel giugno 2015, una settimana prima della data del referendum greco, il Fondo pubblica (IMF, 2015b) - in modo del tutto inusuale - i risultati preliminari della Analisi di Sostenibilità del Debito greco. In essa si sostiene che, rispetto alla situazione del rapporto redatto nel 2014, formulato in una situazione di segnali economici positivi, si sono verificati numerosi cambiamenti in negativo: minori surplus primari, un affievolimento dello sforzo riformatore e delle privatizzazioni. Secondo il FMI, questi sviluppi richiedono come minimo una "estensione significativa" della maturità del debito e nuovi prestiti a tassi "concessionali" (cioè non di mercato); inoltre, nel caso in cui le autorità non vi

pongano rimedio, anche un taglio del valore del debito (*haircut*). L'accelerazione della crisi bancaria porta a un'ulteriore aggravamento della valutazione del FMI. Il rapporto di luglio (IMF, 2015c) - pubblicato alla vigilia dell'ultimo accordo - non lascia più dubbi: il deterioramento del quadro macroeconomico e la crisi bancaria in atto portano a stimare in ragione di

- 85 miliardi le risorse necessarie alla Grecia nel triennio per far fronte ai previsti pagamenti;
- 200 per cento del PIL il debito previsto per il 2017, ammesso si giunga ad un nuovo accordo con le istituzioni internazionali;

"Greece's debt can now only be made sustainable through debt relief measures that go far beyond what Europe has been willing to consider so far. In tal modo, il FMI si sfilava dal terzo accordo.

3. Conclusioni

E' facile dare lezioni con il "senno di poi". Eppure, che il primo salvataggio della Grecia richiedesse una parziale cancellazione del debito ed un coinvolgimento del settore privato fin da subito, era già chiaro a quei Direttori esecutivi del FMI che nel 2010 avevano espresso forti perplessità al primo pacchetto di salvataggio. Essi avevano prefigurato in maniera profetica le gravi implicazioni di politica economica, e le conseguenze economiche, sociali e politiche della scelta di non cancellare un debito che - essendo vicino al 150% del PIL nel 2010 - era già "insostenibile con elevata probabilità". Quello che nessuno aveva previsto è il susseguirsi di questi errori, un coinvolgimento del settore privato tardivo ed insufficiente nel secondo programma, ed il perdurare del rifiuto di "fare i conti con la realtà" nel terzo, non avrebbe danneggiato solamente la Grecia ed i creditori, cioè i contribuenti internazionali, ma avrebbe portato la zona dell'Euro vicino all'implosione.

BIBLIOGRAFIA

Aksoy, T. e Manasse, P. (2015), Debt overhang and Structural Reforms, mimeo Università di Bologna.

Claessens, S., Diwan, I. Froot, K., e Krugman, P. (1989), Market-Based Debt Reduction For Developing Countries Principles and Prospects, Washington, The World Bank.

Bank for International Settlements (2015), Amount Outstanding of Total Debt Securities in General Government Sector, All Maturities, Residence of Issuer in Greece©[TDSAMRIAOGGGR], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/TDSAMRIAOGGGR/>, November 15, 2015.

European Commission (2015), Financial Assistance to Greece, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm

IMF (2010), <http://online.wsj.com/public/resources/documents/Greece-IMF-2010-Bailout-Minutes.pdf>

IMF (2013), Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>

IMF (2013a), Sovereign debt restructuring—recent developments and implications for the fund’s legal and policy framework, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>

IMF (2015a), World Economic Outlook Database.

IMF (2015b), Greece: Preliminary draft debt sustainability analysis Country Report No. 15/165.

IMF, 2015c IMF, Greece: Debt sustainability analysis Country Report No. 15/186 Investec Economics, 2015, Greece- bailouts, debts and refinancings Factbox https://www.investec.co.uk/content/dam/investec/investec-international/documents/EconomicReportsPDFs/2014/ECOE_106208.pdf

Krugman, P. (1988), Financing vs. forgiving a debt overhang, Journal of Development Economics.

Krugman, P. (1995), Currencies and Crises, Cambridge, Mass., The MIT Press.

OECD (2015), Main Economic Indicators.

Panizza, U., e Presbitero, A. (2013), Public debt and economic growth in advanced economies: A survey, Swiss Journal of Economics and Statistics.

Reinhart, C. e Rogoff, K. (2010), Growth in a Time of Debt, in American Economic Review, vol. 100.

Roubini, N. (2012), Greece’ s private creditors are the lucky ones”, Financial Times.

Sachs, J. (1986), The debt overhang of the developing countries, in Handbook of International Economics, Amsterdam, North Holland.



4. LE POLITICHE DELLA TROIKA IN GRECIA*

Introduzione

All'origine delle politiche imposte dalla Troika alla Grecia a partire dal 2010, con il primo memorandum di intesa per la concessione di aiuti volti ad alleggerire il peso del debito, sta una diagnosi allora piuttosto standard della crisi in cui la Grecia era precipitata. Tale diagnosi è riassumibile in pochi punti:

- 1) La Grecia era stata particolarmente incline alla spesa (*profligate*) negli anni precedenti e aveva lasciato crescere il suo debito pubblico a livelli molto alti prima ancora che scoppiasse la crisi.
- 2) L'eccesso di domanda che il deficit pubblico aveva generato si era tradotto in un crescente deficit di partite correnti, anche a causa di una progressiva perdita di competitività delle merci greche, a sua volta causata da una produttività stagnante o decrescente.
- 3) Il governo greco di centro-destra presieduto da Kostas Karamanlis (2004-2009) aveva mentito ad Eurostat e alla Commissione Europea circa la vera dimensione del deficit e del debito pubblico e il governo a guida Pasok di George Papandreu, eletto nel settembre 2009, non era riuscito a tracciare la strada per una credibile riduzione del deficit e del debito.

La terapia prescritta, in cambio degli aiuti concessi – dopo interminabili trattative – con il primo pacchetto di salvataggio (110 miliardi di euro) accordato il 2 maggio 2010 e poi confermata e inasprita con il secondo pacchetto di salvataggio del 21 febbraio 2012 (altri 100 miliardi fino al 2016, con *haircut* dei crediti detenuti da soggetti

privati e riduzione retroattiva del tasso di interesse sul debito a 150 punti base) è un *déjà vu* di quanto imposto dall'IMF in molti paesi in via di sviluppo (dall'Asia all'America Latina, passando per l'Africa) quando qualcuno di essi cercava l'aiuto del Fondo. Tuttavia, alcune importanti novità vennero introdotte, con la giustificazione che la Grecia faceva (e ancora fa) parte dell'Eurozona e quindi non poteva svalutare il cambio, non disponeva di una politica monetaria autonoma e (a detta di alcuni) non poteva essere salvata dai paesi che condividevano la stessa valuta perché le “regole” europee lo vieterebbero nel modo più assoluto. In breve, la terapia consisteva in:

- a) Una dose massiccia di austerità per ridurre rapidamente il rapporto deficit (pubblico)/PIL e portarlo sotto il 3% nel 2014. Ciò doveva servire a contenere la crescita e poi a mettere in moto la riduzione del rapporto debito/PIL, anche con l'aiuto di ampie privatizzazioni. Dalla riduzione del peso del debito pubblico ci si aspettava una spinta alla crescita economica, in obbedienza alla teoria secondo cui l'alto debito riduce la crescita perché impone alti tassi di interesse e quindi frena la spesa per investimenti.
- b) Svalutazione interna (ovvero riduzione dei salari e dei prezzi), non potendosi deprezzare il cambio dell'euro nella misura necessaria a ridare slancio alla competitività delle merci greche.
- c) Riforme strutturali, volte sia a rendere permanente il consolidamento fiscale (per esempio aumentando l'età di pensionamento e riducendo i tassi di sostituzione dei trattamenti) ma anche volte a far riprendere la crescita della produttività totale dei fattori, appesantita da un settore pubblico divenuto (nella vulgata) ipertrofico e inefficiente.

* a cura di Andrea Boitani

- d) Tutte le misure del governo greco (di cui ci si fidava pochissimo, chiunque lo guidasse e ne facesse parte) dovevano passare il vaglio dei delegati della Troika

(Commissione Europea, BCE e IMF), prima ancora che del parlamento di Atene.

TAB. 1 – Revisioni al ribasso delle previsioni per la Grecia

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Proiezioni 2012							
Tasso di crescita (%)	-4,7	0,0	2,5	3,0	2,8	2,6	2,5
Avanzo primario (% del PIL)	-1,0	1,8	4,5	4,5	4,5	4,3	4,3
Debito (% del PIL)	160	164	161	145	137	130	123
Proiezioni 2014							
Tasso di crescita (%)	-7,0	-3,9	0,6	2,9	3,7	3,5	3,5
Avanzo primario (% del PIL)	-2,3	-1,3	0,0	1,5	3,0	4,5	4,5
Debito (% del PIL)	157	175	177	172	163	154	
Previsioni primavera 2015							
Tasso di crescita (%)	-7,0	-3,9	0,8	0,5	2,9	..	..
Debito (% del PIL)	157	175	177	180	173,5	..	..
Analisi di sostenibilità del debito*							
Tasso di crescita (%)	-7,0	-3,9	0,8	-2,3	-1,3	2,7	3,1
Avanzo primario (% del PIL)	-2,3	-1,3	0,7	-0,25	0,5	1,75	3,5
Debito (% del PIL)	157	175	177	196,3	200,9	198,6	190,7

*basata sul Memorandum di intesa dell'Agosto 2015

Fonte: *European Economy*, numeri vari

Come tutti ormai sanno e come il capitolo 1 di questo osservatorio ha mostrato in dettaglio, le cose non sono andate affatto come la Troika, i paesi creditori e gli stessi governi greci (7, con 5 elezioni generali, in sei anni) avevano sperato. La TAB. 1 riassume in termini generali di proiezioni e programmi che hanno via via fallito gli obiettivi. Se nelle proiezioni programmatiche del 2012 il rapporto debito/PIL previsto per il 2016 era il 137% e in diminuzione, esso era salito al 163% nelle proiezioni del 2014, al 173,5 nelle previsioni

di primavera 2015 e al 200,9% nell'analisi di sostenibilità del debito pubblicata a settembre.

1. L'auto-difesa dell'IMF

Recentemente, Olivier Blanchard, capo economista dell'IMF – successivamente dimessosi – ha presentato una difesa d'ufficio del ruolo giocato dall'IMF (e implicitamente dall'Eurozona) nel caso greco. Una difesa che appare davvero singolare da parte da chi, più di ogni altro, ha contribuito a svelare gli errori della Troika in Grecia e negli altri paesi europei travolti



dalla crisi. Ma andiamo con ordine. Blanchard (2015) sostiene che:

- 1) il debito greco già nel 2010 era troppo alto (130% del PIL) e che, anche qualora fosse stato interamente cancellato, la Grecia avrebbe dovuto comunque ridurre di molto il suo deficit pubblico (arrivato al 15,5% del PIL);
- 2) la ristrutturazione del debito greco venne ritardata di due anni (dal 2010 al 2012) per evitare rischi di contagio (“Lehman era fresca nella memoria”);
- 3) il bail-out non ha portato benefici solo alle banche straniere (europee soprattutto) creditrici di quelle greche ma anche allo Stato ellenico, grazie a tassi inferiori rispetto a quelli di mercato e a scadenze più lunghe;
- 4) le riforme strutturali e l’austerità fiscale erano vie obbligate, data la bassissima e declinante produttività della Grecia prima che il programma della Troika venisse accettato;

5) gran parte delle riforme strutturali non sono state attuate o sono state attuate male;

6) l’austerità fiscale spiega solo parte della riduzione di PIL che si è avuta in Grecia dal momento in cui il programma della Troika è stato accettato, anche se i moltiplicatori fiscali si sono rivelati più alti del previsto. Infine, la ciliegina sulla torta che conviene citare per intero: “fondamentalmente, l’area Euro ha di fronte una scelta politica: meno riforme e obiettivi fiscali per la Grecia significano un costo più alto per i paesi creditori. Il ruolo del Fondo in questo contesto non è quello di raccomandare una particolare decisione, ma quello di indicare il *tradeoff* tra meno aggiustamento fiscale e meno riforme strutturali da un lato e il bisogno di più finanziamento e più condono del debito dall’altro”.

TAB. 2 - Indicatori economici principali della Grecia: 2000-2010

Medie di periodo (valori in % del PIL, salvo diversamente specificato)	Post EMU	Post Olimpiadi	Post crisi
	2000-3	2004-8	2009-10
Entrate fiscali nette	26,36	22,66	21,42
Consumi pubblici	20,13	20,6	25,25
Surplus primario (esclusi investimenti)	2,54	-0,79	-6,65
Surplus per investimenti	-3,69	-2,47	-2,81
Deficit pubblico (media di periodo)	4,51	5,2	12,13
Debito pubblico (media di periodo)	102	104	131
Variazione del rapporto debito/PIL	-4,6	10,7	27,14
Bilancia delle partite correnti	-5,5	-11,9	-10,5
 Tasso di crescita medio	 4,51	 3,42	 -3,29
tasso di inflazione medio	3,47	3,41	3,03

Fonte: Christodoulakis (2011)

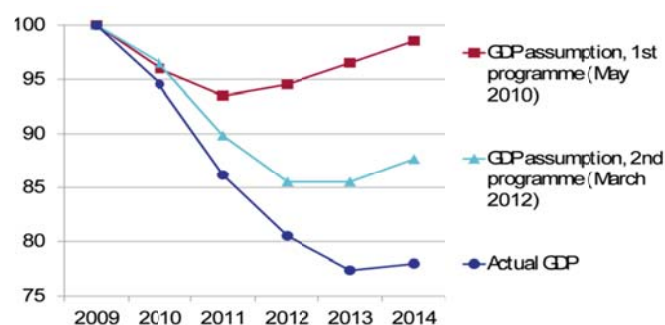
2. Anche i grandi possono sbagliare

Le dichiarazioni di Blanchard hanno suscitato numerose reazioni. Guntram Wolff (2015) ha osservato che certamente un aggiustamento fiscale in Grecia era inevitabile, come emerge chiaramente dai dati raccolti in TAB. 2. Un paese passato da un debito pari al 102% del PIL nel triennio 2000-2003 e al 104% nel quinquennio successivo alle costosissime Olimpiadi del 2004, al 131% nel biennio 2009-2010; con un deficit complessivo passato dal 4,5% del PIL al 12, 13%; con la sola spesa per consumi pubblici che è aumentata di 5 punti di PIL, mentre le entrate fiscali nette scendevano di altrettanto, gli investimenti pubblici si riducevano e il disavanzo primario (complessivo) arrivava a superare il 9% del PIL dall'1,15% che era nel biennio immediatamente successivo l'entrata nell'Euro. Uno Stato, quello greco, che aveva perso il controllo sulla spesa per consumi pubblici e in cui le entrate fiscali diminuivano, grazie a una crescente incapacità di riscossione e a un crescente livello di evasione fiscale. Un'economia, quella greca, che era sempre più indebitata con l'estero, per finanziare un crescente deficit di partite correnti (divenuto il più alto del mondo in rapporto al PIL). Vero che lo stesso Blanchard (con Giavazzi, 2002) aveva sostenuto l'irrelevanza del deficit di partite correnti in una unione monetaria, ma si sbagliava.

Il punto, dunque, non è che la Grecia non avesse bisogno di un aggiustamento fiscale, ma che l'entità dell'aggiustamento fiscale necessario a rendere sostenibile il debito, in assenza di un suo taglio sostanzioso, avrebbe avuto un impatto disastroso per l'economia greca (quale in effetti è stato). Il disastro è stato ammesso anche dall'IMF e dagli altri componenti della Troika, come il confronto tra le previsioni di crescita basate sul primo programma di aiuti e quelle basate sul secondo programma dicono esplicitamente.

Peccato che – come s'è detto – la realtà si sia rivelata molto peggiore anche delle previsioni di marzo 2012 (FIG. 1).

FIG. 1 - PIL previsto ed effettivo in Grecia (2009-2014; 2009=100)



Fonte: Darvas (2015)

Come ha notato Ashoka Mody (2015), la dottrina ufficiale del Fondo è che il debito pubblico di un paese in crisi deve essere ridotto a un livello "sostenibile". Nel caso della Grecia, l'applicazione di questo principio avrebbe implicato consistenti perdite per le banche creditrici, per lo più europee (francesi e tedesche). Ma cosa impediva, invece di mantenere e finanziare un insostenibile debito greco, di riempire di soldi pubblici le banche tedesche e francesi per compensarle delle perdite sul debito greco? I soldi spesi dagli stati sarebbero andati a salvare banche nazionali troppo esposte nei confronti del debito greco. Si sarebbe ridotto così il rischio di contagio senza imporre alla Grecia un programma di aggiustamento eccessivo (e perciò non credibile). Al contrario, nel 2012 la Germania ha imposto il principio del *private sector involvement* (PSI), col quale le banche europee creditrici sono state chiamate a sopportare un *haircut* dei loro crediti, quale penalità per aver scelto volontariamente e poco prudentemente di prestare troppi soldi a un'economia cronicamente in deficit come quella greca.



Lo stesso IMF ha sostenuto nel 2014 che, nel caso in cui si tema il contagio il paese debitore andrebbe “compensato” con una concessione (*grant*) finanziaria (non un prestito) per il mantenimento del suo insostenibile peso del debito, al fine di limitare le perdite che dal contagio deriverebbero per gli altri creditori sovrani. “L’argomento – annota Mody (2015) – è che il contagio è un problema globale e la comunità globale dovrebbe condividere il costo della sua prevenzione. In assenza di una simile condivisione del peso, è questione di aritmetica che l’austerità richiesta alla Grecia era molto più grande di quanto sarebbe stata altrimenti”. L’ostacolo a una soluzione sensata del dramma greco è dunque forse da ricercare nelle incomprensioni e nei tatticismi della politica europea, più alle prese con problemi elettorali nazionali di corto respiro che mossa da una autentica visione globale o, almeno, continentale. Quanto alla tesi di Blanchard (2015) secondo cui, in definitiva, la pessima performance dell’economia greca non è ascrivibile che in parte all’austerità c’è da rimanere perplessi. Lo stesso Blanchard, ricorda Mody (2015), aveva detto a Sky News nell’aprile 2013 che l’eccesso di austerità voluto dalle autorità britanniche era come “giocare col fuoco”, tanto che la Gran Bretagna è stato il paese industrializzato uscito più lentamente dalla crisi, in effetti solo meno lentamente dell’Italia. Perché, viene da chiedersi, l’eccesso di austerità è giocare col fuoco in UK e dovrebbe andare invece bene in Grecia, che non ha neppure una propria banca centrale capace di compensare con una politica monetaria ultra-espansiva quella fiscale ultra-restrittiva? Ormai la letteratura teorica ed empirica sui “moltiplicatori fiscali” è molto ampia e non è certo questo il luogo per richiamarla nuovamente (si veda per esempio, OM 1/2015, Cap. 3). Vale però la pena di ricordare un *paper* a firma di

Olivier Blanchard e Daniel Leigh (2013) dove si mostra che un eccesso di austerità nel bel mezzo di una crisi di domanda aggregata avviata da *deleveraging* ha effetti negativi sulla crescita. Per non parlare di un altro paper dell’IMF, di Luc Eyrud e Anke Weber (2013), dal quale emerge che anche con moltiplicatori fiscali pari a 1 (cioè inferiori a quelli stimati da Blanchard e Leigh per paesi in crisi) il consolidamento fiscale è destinato a far aumentare, non ridurre, il rapporto debito/PIL nel breve periodo e che ciò potrebbe aggravare il problema del debito anche nel lungo periodo se i mercati finanziari reagiscono ai comportamenti di breve. E per non parlare neanche di un recente lavoro di Fatas e Summers (2015), che utilizza ed estende proprio la metodologia messa a punto da Blanchard e Leigh (2013) – basata sulla stima degli errori di previsione - per mostrare che il consolidamento fiscale ha avuto effetti permanenti sul PIL potenziale, in Grecia come in tutti i paesi Ocse. Nel dicembre 2012 le autorità greche dichiarano che “A dispetto dell’aggiustamento fiscale che abbiamo intrapreso fin qui, sono necessari altri sforzi per recuperare la sostenibilità fiscale” (Greece, 2012). Così, aggiunge Mody (2015), “un ampio aggiustamento venne intrapreso nel 2013 e il PIL continuò a cadere; un aggiustamento più lieve si è verificato nel 2014 (si veda anche la TAB. 3) e il PIL ha cominciato a stabilizzarsi”. Per la cronaca, nel solo 2010 il Parlamento greco ha varato tre pacchetti di provvedimenti di austerità; nel 2011 ne sono stati varati altri due, come nel 2012. Nel 2013 vengono varate due leggi “di riforma” ad ampio spettro, mentre nel 2014 viene varata una strategia fiscale di medio termine (2015-2018). Fin qui l’evidenza empirica è abbastanza chiara: più austerità, crescita più bassa.

TAB. 3 – Azioni di consolidamento cumulato in Grecia

in % del PIL 2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totale	8,9	16,1	20,6	24,9	24,5
Entrate	4,2	8,2	10,5	11,8	12,3
Spese	4,7	7,9	10,1	13,1	12,2
<i>Trasferimenti</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,6</i>	<i>3,2</i>	<i>2,9</i>
<i>Consumi pubblici</i>	<i>2,3</i>	<i>4,4</i>	<i>5,8</i>	<i>7,3</i>	<i>7,4</i>
<i>Investimenti pubblici</i>	<i>1,6</i>	<i>2,5</i>	<i>2,7</i>	<i>2,5</i>	<i>1,9</i>

Fonte: Gechert, Rannenberg (2015) su base dati AMECO

TAB. 4 - Effetti cumulati stimati sul PIL del consolidamento fiscale in Grecia

in % del PIL 2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totale	-9,0	14,5	-18,5	-24,2	-21,5
Entrate	-0,8	-1,2	-1,5	-1,5	-1,0
Spese	-8,2	-13,2	-17,0	-22,7	-20,5
<i>Trasferimenti</i>	<i>-1,8</i>	<i>-2,2</i>	<i>-3,7</i>	<i>-7,4</i>	<i>-6,5</i>
<i>Consumi pubblici</i>	<i>-10,6</i>	<i>-6,9</i>	<i>-8,9</i>	<i>-11,2</i>	<i>-11,0</i>
<i>Investimenti pubblici</i>	<i>-2,7</i>	<i>-4,2</i>	<i>-4,4</i>	<i>-4,1</i>	<i>-3,0</i>

Fonte: Gechert, Rannenberg (2015) su base dati AMECO

Secondo le stime di Gechert e Rannenberg (2015), lo sforzo cumulato di consolidamento fiscale attuato dal governo greco ammontava, a fine 2014, al 24,5% del PIL greco nel 2009, equamente ripartito tra tagli di spesa e incrementi di entrate¹. Utilizzando questi dati insieme con i moltiplicatori stimati per situazioni di crisi economica con la meta-analisi precedentemente condotta dagli stessi autori e discussa in OM/1, 2015, Cap. 3 (Gechert, Rannenberg, 2014), si ottengono i risultati riportati in TAB. 4. Si noti che i moltiplicatori utilizzati sono quelli stimati

per l'intera area Euro e non specifici della Grecia. Pertanto i valori stimati non risentono di peculiarità dal lato dell'offerta del sistema greco, come le maggiori inefficienze "strutturali" cui accenna Blanchard (2015) quando cerca di attribuire la cattiva performance dell'austerità in Grecia a mancate o insufficienti riforme strutturali o altro. Dalle stime viene confermato che il costo dell'austerità in Grecia è stato elevatissimo, soprattutto a causa dei tagli di spesa pubblica, a causa del suo peso elevato nel complesso del consolidamento e degli elevati moltiplicatori.

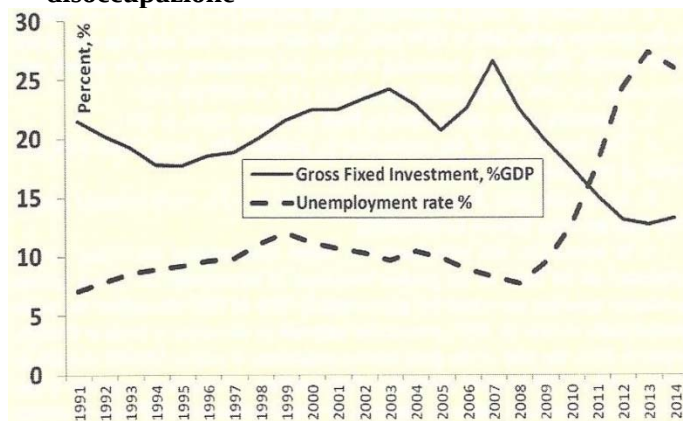
Una conclusione analoga e numeri coerenti vengono raggiunti, con diversa metodologia, da Wren Lewis (2015a), che conclude: "Così è perfettamente chiaro che l'attuale terribile situazione dell'economia greca è il risultato di un

¹ La differenza con le cifre calcolate dalla Commissione Europea in base al concetto di fabbisogno aggiustato per il ciclo (16,9% del Pil 2009) è dovuta a una differente valutazione dei cambiamenti discrezionali dal lato delle entrate.

colossale errore della Troika. La dimensione del collasso dell'economia greca è simile alla caduta della produzione irlandese durante la grande carestia del 1845-53 e, mentre la sofferenza in quell'episodio è ovviamente di un ordine differente, l'attitudine di alcuni nell'Eurozona è altrettanto errata di quella di gran parte dei politici inglesi durante la carestia. Di quell'evento si dice: 'Dio mandò la moria ma gli inglesi hanno fatto la carestia'. In futuro i Greci potranno dire 'I nostri politici hanno causato il deficit, ma la Troika ha fatto la depressione'

La caduta degli investimenti pubblici in Grecia (come in tutto il Sud dell'area Euro) si è accompagnata a una caduta ancor maggiore di quelli privati (altro che *crowding in*, verrebbe da dire) in tutti i settori: dalle costruzioni residenziali e non, ai trasporti, dagli impianti ai macchinari. La disoccupazione è salita in simmetrica corrispondenza, come si vede in FIG. 2.

FIG. 2 – Investimenti fissi lordi e tasso di disoccupazione



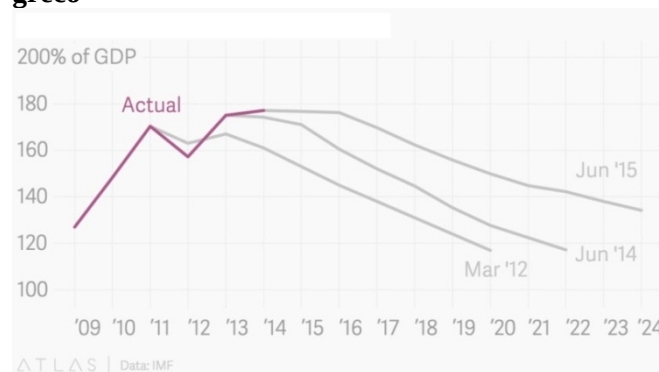
Fonte: Christodoulakis (2015), p. 69

3. Il debito e l'effetto snowball

Naturalmente, come conseguenza di un effetto restrittivo molto più forte del previsto, l'austerità ha finito per influire negativamente sul rapporto debito/PIL che, invece di ridursi a partire dal 2013, è tornato ad aumentare dopo la flessione del

2012 dovuta all'*haircut* ottenuto con il menzionato coinvolgimento del settore privato e l'IMF ha dovuto rivedere le sue previsioni, poste alla base dei successivi memorandum di intesa (FIG. 3). Con il che si è tristemente dimostrata la straordinaria inefficacia di un'austerità di proporzioni eccezionali nel ricondurre il debito greco alla sostenibilità².

FIG. 3 – Proiezioni IMF del debito pubblico greco

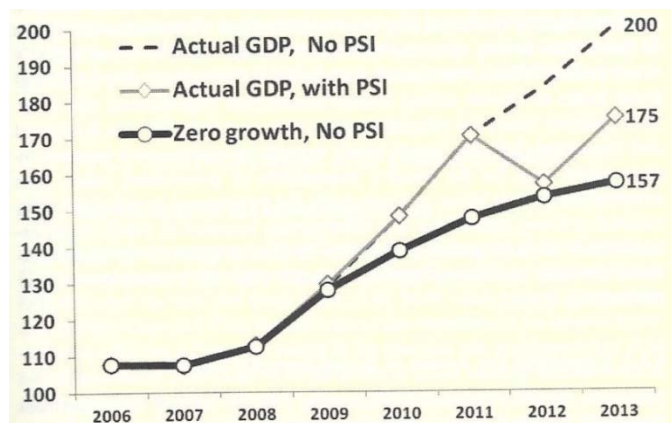


Fonte: Elaborazione su dati IMF

L'effetto *snowball* è stato molto più forte della sostanziale riduzione dei tassi sul debito pubblico e allungamento delle sue scadenze garantita dal programma di aiuti. In effetti, un'analisi controfattuale (Christodoulakis, 2015, cap. 5) mostra come l'*haircut* del 2012 abbia ridotto il rapporto debito/PIL del 2013 di soli 25 punti rispetto al livello che sarebbe stato raggiunto senza *haircut* (200%) ma con il tasso di crescita negativo che si è realizzato effettivamente. Al contrario, in uno scenario di crescita zero (e non negativa), anche in assenza di *haircut*, il livello del debito sarebbe stato nel 2013 assai più sostenibile (157%) di quanto non si sia effettivamente rivelato (175%) (si veda FIG. 4).

² Per la verità, come si è visto in OM 1/2015, cap. 3, Fig. 6, più austerità ha condotto a un innalzamento del rapporto debito/Pil in tutta l'Eurozona, anche escludendo la Grecia.

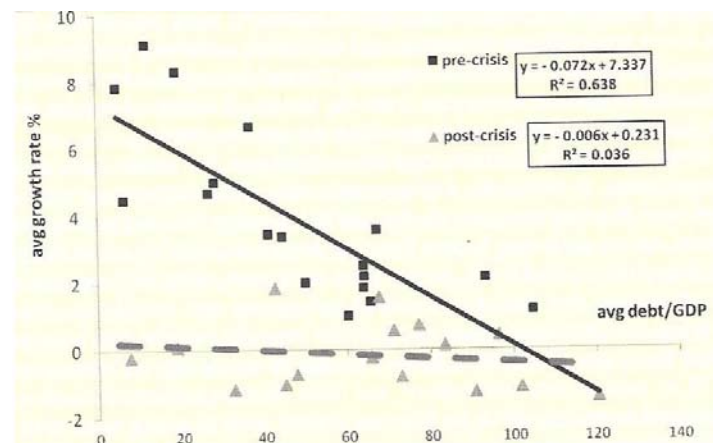
FIG. 4 - Il debito pubblico greco effettivo e controfattuali



Fonte: Christodoulakis (2015), p. 65

Infine, ma non certo perché meno importante, i dati – anche escludendo la Grecia – dimostrano che farsi dettare le politiche dalla supposta esistenza di una correlazione negativa tra livello del debito pubblico e tasso di crescita e quindi porsi come obiettivo prioritario delle politiche economiche la riduzione del debito per far tornare la crescita non è una scelta di successo anche se il debito iniziale è molto alto. La FIG. 5 mostra che se, prima della crisi (2002-2007), esisteva una correlazione negativa forte e statisticamente significativa tra livello del debito e crescita (anche se non conosciamo la direzione di causalità), nel periodo post-crisi la correlazione scompare: paesi con debito basso hanno avuto recessioni più pesanti di paesi con debito alto. Non aver capito – nonostante gli avvertimenti di Keynes di 80 anni fa e quelli di Lucas di 40 anni fa – che le crisi modificano anche le relazioni macroeconomiche apparentemente consolidate perché modificano i comportamenti dei soggetti economici è stato certo una colpa degli economisti e dei politici che volevano ascoltare solo quello che loro faceva comodo sentire.

FIG. 5 – Crescita e peso del debito nell'Eurozona: prima e dopo la crisi



Fonte: Christodoulakis (2015), p. 46

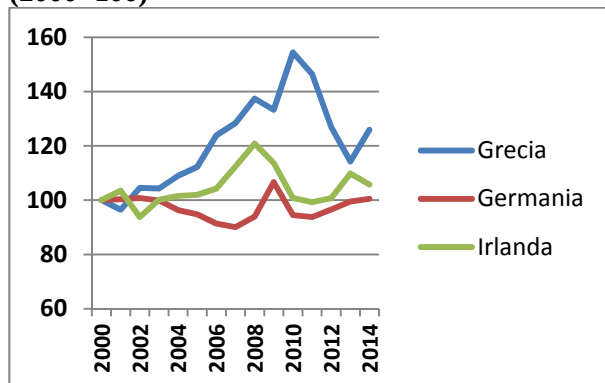
4. Competitività e riforme strutturali

La competitività è, notoriamente, un'ossessione pericolosa quando la si interpreta come competizione tra paesi, ma è questione seria quando la si legge come capacità di esportare merci e di attrarre turisti stranieri o investimenti esteri. Particolarmente quando a un paese si raccomanda/impone un modello di sviluppo trainato dalle esportazioni, perché la domanda interna deve essere compressa per ridurre il deficit pubblico. Sebbene alcuni abbiano sostenuto che i problemi di partite correnti della Grecia nascano da una lunga storia di errori statistici (e politici) relativi alla modalità di contabilizzazione dei noli marittimi lucrati dalla più grande flotta del mondo quale è quella greca (Bernegger, 2015), appare intuitivo attribuire il progressivo deterioramento della bilancia delle partite correnti greca ad una accentuata perdita di competitività. Dopo il 2008 ad essa si è certamente aggiunto il tracollo dei noli marittimi per il collasso del commercio mondiale. La FIG. 6 mostra come la competitività, misurata dal costo unitario del lavoro, sia peggiorata notevolmente in Grecia fino al 2010 tanto rispetto al paese leader dell'Eurozona (la Germania) sia

rispetto all'Irlanda, altro paese sottoposto a un programma di aiuti condizionati.

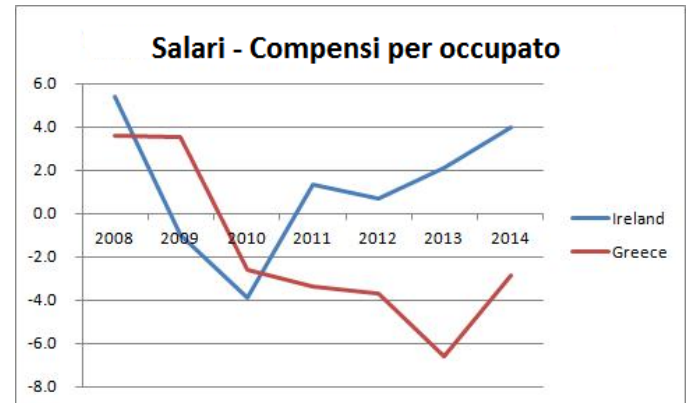
La ricetta suggerita a fronte di una simile perdita di competitività è stata, come s'è detto, la svalutazione interna, cioè una consistente riduzione dei salari nominali e quindi una riduzione del costo unitario del lavoro, anche a produttività invariata. La stessa medicina è stata prescritta all'Irlanda ancor prima che alla Grecia e per ragioni analoghe. Entrambi i paesi hanno preso la medicina, sebbene la Grecia abbia cominciato dopo e abbia subito un trattamento più intenso e prolungato anche a causa della sempre crescente disoccupazione (FIG. 7). La svalutazione interna ha certamente ridotto il costo unitario del lavoro in entrambi i paesi (come si vede nella FIG. 6), ma sembra abbia prodotto un forte incremento di competitività in Irlanda e molto meno in Grecia, come si apprende dal diverso andamento delle esportazioni in volume (FIG. 8).

FIG. 6 – Indice del costo unitario del lavoro (2000=100)



Fonte: Oecd

FIG. 7 – Svalutazione interna in Grecia e Irlanda



Fonte: Wren Lewis (2015b)

FIG. 8 – Differenti performance dell'export



Fonte: Wren Lewis (2015b)

Il punto è che la riduzione dei salari nominali e del costo unitario del lavoro non si è tradotta in riduzioni dei prezzi (in effetti, il tasso di inflazione greco tra il 2010 e il 2012 è incoerente con lo stato di depressione economica) e in maggiore competitività per tre ragioni principali (Pelagidis, 2014):

- 1) l'esistenza di consolidate barriere alla concorrenza – dovute alla stratificazione di regolamentazioni favorevoli agli oligopoli locali e ai relativi gruppi di interesse. Barriere che hanno favorito

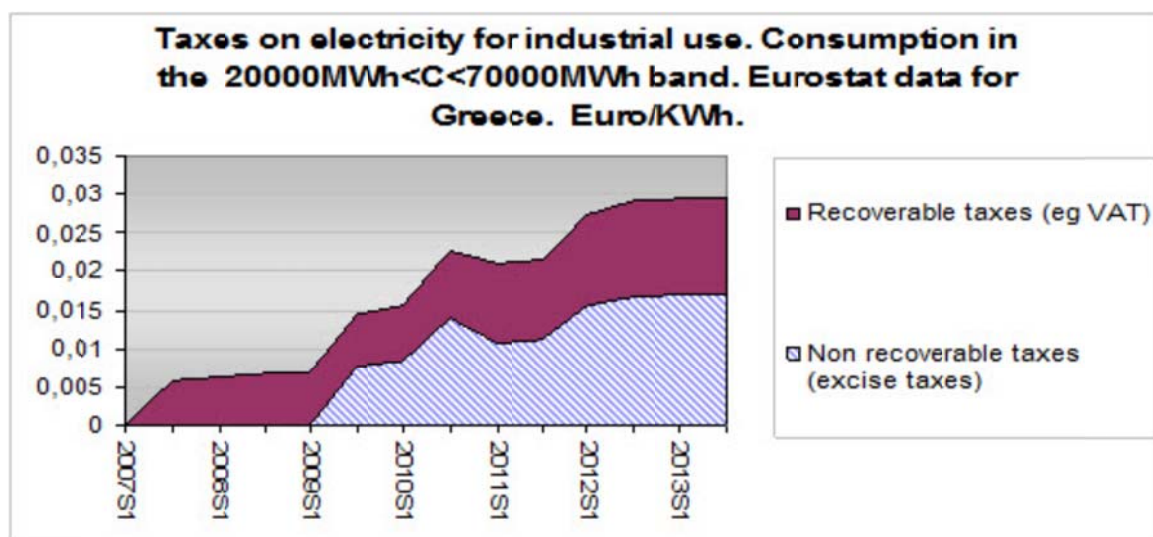
l'aumento dei margini e perciò prevenuto la riduzione dei prezzi;

- 2) la pesante e crescente tassazione dell'energia, soprattutto sotto forma di accise (FIG. 9), accompagnata dagli aumenti dei prezzi praticati dal produttore pubblico (consentiti e anzi favoriti dal governo). "Di conseguenza, l'industria in Grecia deve pagare fino all'80% in più per l'energia di quanto pagano le imprese in altri paesi europei" (Pelagidis, 2014). Il costo del lavoro nei settori esportatori ad alta intensità di energia e bassa intensità di lavoro (come l'acciaio, dove il lavoro rappresenta circa il 15% di tutti costi, mentre l'energia arriva al 50%) avrebbe dovuto cadere dell'80% per mantenere inalterati (lasciamo stare far crescere) i livelli di competitività. Il confronto con la performance del Portogallo (dove la

tassazione e i prezzi dell'energia sono più bassi) in termini di export dei settori energivori dimostra il punto.

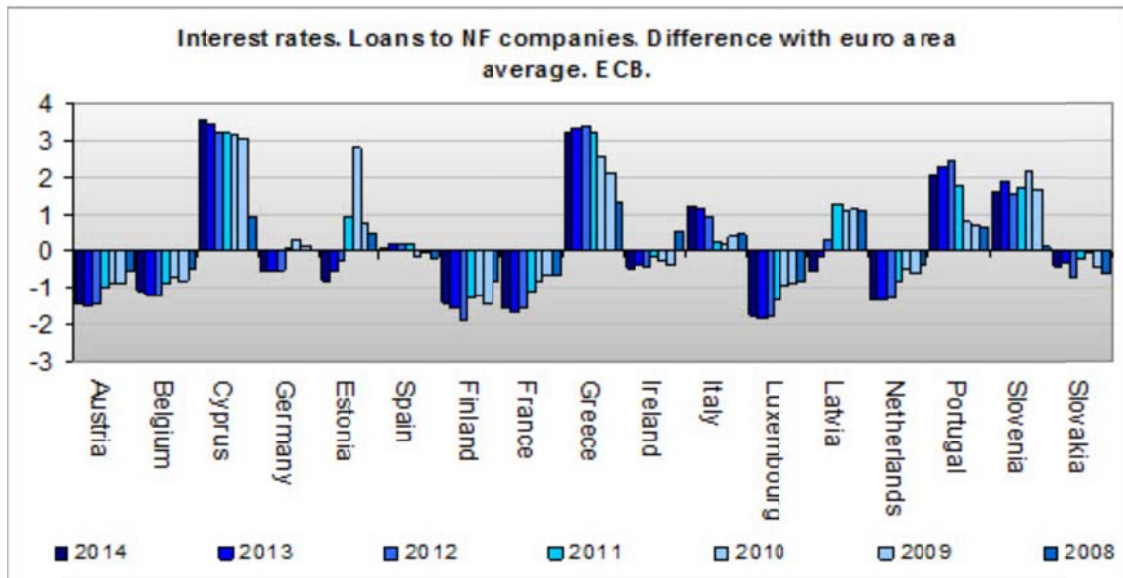
- 3) L'aumento assoluto e relativo del costo dei finanziamenti per le imprese greche, dovuto all'aumento dei tassi (soprattutto a medio-lungo termine) e all'ampliamento degli spreads (dal 2011 sopra i 300 punti base) rispetto ai concorrenti europei (FIG. 10). La competitività delle imprese greche è stata anche compromessa, quindi, dal clima di incertezza e sfiducia che ha circondato le politiche di consolidamento fiscale e dal sempre incombente spettro della Grexit, agitato tanto dai nostalgici della dracma in Grecia quanto dai "falchi" tedeschi, a cominciare dal Ministro delle Finanze Wolfgang Schäuble e dall'economista Hans Werner Sinn.

FIG. 9 – La tassazione dell'energia elettrica in Grecia (2007-2013)



Fonte: Pelagidis (2014)

FIG. 10 – Spread di tasso rispetto alla media dell'Eurozona.



Fonte: Pelagidis (2014)

Sarebbe facile concludere che i problemi di competitività possono essere risolti soltanto con l'accelerazione di riforme strutturali ad ampio spettro, volte a rendere più concorrenziali i mercati del lavoro, dei beni e più efficienti i mercati finanziari e che le cose, finora, non sono andate come ci si aspettava perché quelle riforme non si sono fatte o si sono fatte in misura insufficiente, spesso compiendo un passo avanti e due indietro. La condizionalità dei programmi di aiuti, nel caso della Grecia, avevano enfatizzato la necessità di ristrutturare la funzionalità del governo, a livello centrale e locale, di riformare il sistema pensionistico e di ridurre il costo del lavoro pubblico e, soprattutto nel secondo programma, di riformare il settore finanziario. Le misure finalizzate a migliorare il *business environment* avevano un peso minimo nel primo programma, per assumere un ruolo maggiore nel secondo, ma comunque inferiore a quello presente nel programma predisposto per il Portogallo (Terzi, 2015). Circa l'80% delle riforme comprese nel primo programma e il 75% di quelle comprese

nel secondo sono state effettivamente attuate nei tempi previsti (quasi il 95% in Irlanda). Ma, mentre oltre il 18% delle misure del primo programma sono state attuate con ritardo e il 2% sono state attuate parzialmente, circa il 15% di quelle del secondo programma non sono mai state attuate e il 10% sono state attuate con ritardo.

Come nota Alessio Terzi, “né il timing né la composizione delle riforme implementate in Grecia era tagliato in maniera ottimale per innescare un ritorno rapido e forte alla crescita. Nel primo programma, la priorità era data a misure volte a ristrutturare l'operatività del governo, a riorganizzare l'impiego pubblico e semplificare le procedure di bilancio e incrementare la trasparenza fiscale. Che sono tutte misure positive per migliorare la qualità e l'efficacia dei processi decisionali, ma molto difficili da attuare nell'orizzonte temporale relativamente breve di un programma [di aiuti] e che probabilmente danno benefici in termini di crescita solo nel lungo periodo” (Terzi, 2015, p. 8). Che l'amministrazione pubblica greca

producesse (e in buona misura ancora produca) servizi di livello scadente è cosa risaputa; ma che riforme volte soprattutto a dare risultati in termini di riduzione della spesa pubblica riuscissero anche a stimolare la crescita è molto dubbio. Il settore pubblico greco non era più ampio che nella media dell'Eurozona nel 2007, con una spesa pubblica pari al 47,5% del PIL (nella media dell'Eurozona era il 46,1). Certo, nel 2012 il valore per la Grecia era salito al 53,7% mentre per l'area Euro al 49,9. Ma si sa che effetto fa il crollo del denominatore (cioè il PIL) su certi rapporti. Nel 2008 gli impiegati pubblici (comprese le imprese di Stato) erano il 19% della forza lavoro, più o meno nella media dei paesi Ocse. Ed erano cresciuti di 300.000 unità nel periodo 2000-2008. Prima del 2000 l'impiego pubblico era in Grecia molto al di sotto della media Ocse. E con le riforme previste dai due programmi, circa 300.000 occupati sono andati a casa (compresi titolari di contratti privati). Quello greco, dunque rimane uno Stato inadeguato, non troppo grosso (Boucoyannis, 2015), che mantiene con pensioni basse un esercito di giovani pensionati (i cancelli sono stati chiusi quando una buona parte dei buoi erano già scappati), impiegati nei mille rivoli dell'economia nera o nei minuscoli negozi di famiglia, ai margini dell'economia grigia a bassissima produttività. Uno Stato afflitto dalla permeabilità agli interessi costituiti e aggravato dal continuo cambio di direzione politica.

In compenso, i programmi di riforma hanno inciso relativamente poco sui principali ostacoli (i famosi lacci e laccioli) all'efficienza dei settori esportatori. Allo scopo servono relativamente poco le convenzionali liberalizzazioni e le riforme ad ampio spettro o "orizzontali" che, come già detto, hanno effetti incerti sulla crescita e quando positivi solo nel lungo periodo (IMF, 2015, specialmente box 3.5), ma che le "istituzioni" continuano un po' pigramente a raccomandare e

che, infatti FIG. urano anche nell'ultimo memorandum di intesa della scorsa estate. Dal 2010 al 2015 la Grecia ha scalato 40 posizioni nel ranking del *business environment* della Banca Mondiale (uno degli obiettivi del secondo programma), ma senza che questo abbia promosso molto le esportazioni e la crescita. A questo fine sarebbe stato e sarebbe ancora più utile concentrare l'attenzione su politiche discrezionali molto direttamente mirate a migliorare la profittabilità dei beni e *servizi tradables*, dagli incentivi fiscali alle zone speciali a progetti infrastrutturali, programmi di formazione, tutti mirati a rimuovere specifici e ben individuati vincoli (Rodrik, 2015)³. Non è certo il caso di smontare quanto è stato fatto finora, ma di cambiare l'accento e l'intonazione per non ritrovarsi tra tre anni con un altro fallimento annunciato.

5. Conclusioni

Rammentando un incontro (tanto per cambiare, "emergenziale") sulla crisi dell'Eurozona nel 2011, il Segretario al Tesoro americano Timothy Geithner, così racconta: "the Europeans came into that meeting basically saying: 'We're going to teach the Greeks a lesson. They are really terrible. They lied to us. They suck and they were profligate and took advantage of the whole basic thing and we're going to crush them', was their basic attitude, all of them"⁴.

In effetti, questo è tuttora l'atteggiamento di una parte rilevante degli 'europei' nei confronti della questione greca. I greci e i loro governanti hanno peccato, prima e dopo il 2008, e devono scontare con anni di purgatorio (non importa quanti), mettendo in atto la politica economica

³ Si veda anche Hausmann, Pritchett e Rodrik (2005).

⁴ Citato da Peter Spiegel sul Financial Times dell' 11 Novembre 2014, <http://blogs.ft.com/brusselsblog/2014/11/11/draghis-ecb-management-the-leaked-geithner-files/>.



“penitenziale” prevista dai vari *memorandum* di intesa succedutisi dalla primavera 2010. Il coinvolgimento dell’IMF è stato voluto per garantire l’espiazione della peccato greco, ma anche quella dei più veniali peccati di Irlanda e Portogallo e, al tempo stesso, per nascondere l’impreparazione politica e istituzionale europea a gestire una crisi che – stando all’ortodossia eurocratica basata sulle regole – non poteva e non doveva esserci. E che, comunque, non poteva e non potrà implicare una cancellazione, almeno parziale, del debito greco a carico degli altri stati europei. Al contrario di quanto sostenuto dall’economista del ministero delle finanze tedesco Ludger Schuknecht, secondo il quale la Grecia deve rimproverare solo se stessa per come sono andate le cose e che la Grecia deve ripagare i suoi debiti con ancora un po’ più di austerità. Cioè persistendo nella politica che l’ha condotta al disastro. Ma se il pagamento dei debiti è senz’altro un buon principio in generale, ci sono casi in cui è sbagliato anche per i creditori. Come nota Jeffrey Sachs (2015), fu sbagliato imporre i debiti di guerra alla Germania di Weimar, spingendola all’iperinflazione, poi alla depressione e infine nelle braccia di Hitler. E fu sbagliato anche nel caso della Russia di Eltsin nel 1992, fino a provocare i rigurgiti nazionalisti che hanno portato alla sequenza di elezioni plebiscitarie di Putin. “Non dobbiamo spingere le società al punto di rottura, anche quando esse hanno solo se stesse da rimproverare per il proprio indebitamento. Forse che la Germania nel dopoguerra ‘meritava’ il Piano Marshall? No. Il Piano Marshall e l’accordo del 1953 sul debito furono scelte politiche sagge per consentire alla Germania di ripartire? Sì. ... La Grecia si merita una riduzione del debito? No. L’economia greca è stata mal governata per un bel po’. La riduzione del debito greco sarebbe una buona idea? Sì”.

Certamente non esistono opzioni facili e di rapido effetto per il bilancio greco, così come non ne esistono per le riforme strutturali e il recupero di produttività. Con il problema greco dovremo convivere a lungo. E a lungo dovremo aiutare un paese fratello a camminare e poi, si spera, a correre. Ma la speranza è vana se gli si spezzano le gambe, tanto per incominciare.

Riferimenti

Bernegger, M. (2015), A different solution for the Greek tragedy”, Deutsche Wirtschafts Nachrichten, 8 Luglio, <http://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/2015/07/08/a-different-solution-for-the-greek-tragedy/>.

Blanchard, O. (2015), Greece: past critiques and the path forward, 9 Luglio, <http://blog-imfdirect.imf.org/2015/07/09/greece-past-critiques-and-the-path-forward/>.

Blanchard, O., e Giavazzi, F. (2002), Current account deficits in the Euro Area. The end of the Feldstein Horioka Puzzle?, *MIT Working Papers* No. 03-05.

Blanchard O., e Leigh, D. (2013), Growth forecast errors and fiscal multipliers, *IMF Working Papers*, WP/13/1, Gennaio.

Boucyoyannis, D. (2015), The myth of the bloated Greek state, *Foreign Affairs*, 6 Agosto, <https://www.foreignaffairs.com/articles/greece/2015-08-06/myth-bloated-greek-state>.

Christodoulakis, N. (2011), From indecision to fast-track privatisations: Can Greece still do it?, *National Institute Economic Review*, n. 217, Luglio.

Christodoulakis, N. (2013), From Grexit to growth: On fiscal multipliers and how to end the recession in Greece, *National Institute Economic Review*, n. 224, Maggio.

Christodoulakis, N. (2015), *Greek Endgame. From Austerity to Growth or Grexit*, London, Rowman & Littlefield.

Darvas, Z. (2015), Is Greece destined to grow?, 15 Giugno, <http://bruegel.org/2015/06/is-greece-destined-to-grow/>.

Eyrud L., e Weber, A. (2013), The challenge of debt reduction during fiscal consolidation, *IMF Working Papers*, WP/13/67, Marzo.

Fatas A., e Summers L. (2015), The permanent effects of fiscal consolidations, *CEPR Discussion Paper* No. 10902, Ottobre.

Gechert S, e Rannenberg, A. (2014), Are fiscal multipliers regime-dependent? A meta regression analysis, *IMK Working Paper*, No. 139, http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_139_2014.pdf.

Gechert S, e Rannenberg, A. (2015), The costs of Greece's fiscal consolidation, *IMK Policy Brief*, Marzo, versione rivista il 18 Giugno 2015, http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_pb_1_2015.pdf.

Greece (2012), Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding", 21 Dicembre, <https://www.imf.org/external/np/loi/2012/grc/122112.pdf>.

Hausmann R., Pritchett, L. e Rodrik, D. (2005), Growth accelerations, *Journal of Economic Growth*, 10, 303-329.

IMF (2014), The Fund lending framework and sovereign debt – Preliminary considerations, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/052214.pdf>.

IMF (2015), Where are we headed? Perspectives on potential output, Cap. 3 di *World Economic Outlook*, Aprile, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/c3.pdf>.

Mody, A. (2015), Professor Blanchard writes a Greek tragedy, 13 Luglio, <http://bruegel.org/2015/07/professor-blanchard-writes-a-greek-tragedy/>.

Pelagidis, T. (2014), Why internal devaluation is not leading to export-led growth in Greece, 12 Settembre, <http://www.brookings.edu/blogs/up-front/posts/2014/09/12-internal-devaluation-export-growth-greece-pelagidis>.

Rodrik, D. (2015), The mirage of structural reform, *Social Europe*, 12 Ottobre, <http://www.socialeurope.eu/2015/10/the-mirage-of-structural-reform/>.

Sachs, J. (2015), Death by debt: Response to the German Finance Ministry, *Süddeutsche Zeitung International*, 1 Agosto, <http://international.sueddeutsche.de/post/125522613465/death-by-debt-my-response-to-the-german-finance>.

Schuknecht, L. (2015), Warum Piketty und Co. falsch liegen, *Süddeutsche Zeitung*, 22 Luglio, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/bundesfinanzministerium-zu-griechenland-warum-piketty-und-co-falsch-liegen-1.2575665>.



Terzi, A. (2015), Reform momentum and its impact on Greek growth, *Bruegel Policy Contribution*, 2015/12, Luglio, http://bruegel.org/wp-content/uploads/2015/07/pc_2015_12-.pdf.

Wolff, G. (2015), Olivier Blanchard fails to recognise two major mistakes in Greece, 13 Luglio, <http://bruegel.org/2015/07/olivier-blanchard-fails-to-recognise-two-major-imf-mistakes-in-greece/>.

Wren Lewis, S. (2015a), Greece and primary surpluses, <http://mainlymacro.blogspot.it/2015/02/greece-and-primary-surpluses.html>. 24 Febbraio.

Wren Lewis, S. (2015b), Ireland and Greece, <http://mainlymacro.blogspot.it/2015/07/ireland-and-greece.html>. 19 Luglio.

5. LA GRECIA E LA POLITICAL ECONOMY DEL PROCESSO DECISIONALE “EUROPEO”[♦]

Introduzione

La vicenda greca è stata centrale nel dibattito politico e economico europeo degli ultimi 5 anni; in larga misura, ha determinato l'evoluzione delle istituzioni e dalla politica economica dell'area dell'Euro. Alla soluzione della crisi greca, ancora in realtà non finita, sono tuttora legati la sopravvivenza e le caratteristiche dell'area valutaria comune.

Si tratta di una conclusione per molti aspetti paradossale. La Grecia conta solo per il 2% circa del PIL dei paesi dell'Euro, meno di quanto pesi la regione Marche rispetto all'Italia; e per quanto importante sia il paese da un punto di vista storico o geo-politico, non ha oggettivamente una rilevanza tale da poter giustificare il ruolo dirimente che ha avuto e tuttora ha nella evoluzione delle istituzioni europee. Ma la spiegazione del paradosso è semplice.

Sul campo di battaglia greco si sono scontrate posizioni e visioni alternative di che cosa sia o debba essere l'Unione monetaria; sulla crisi greca e i suoi rischi di contagio si è concentrata per anni l'attenzione delle istituzioni e della stampa di tutto il mondo; la Grecia, più che qualunque altro paese, ha posto sul tappeto il tema della coesistenza tra strutture democratiche nazionali e appartenenza all'euro.

In questo contesto, i temi della situazione effettiva del paese, delle sue responsabilità specifiche, della politica economica desiderabile o necessaria per

affrontarne i problemi, etc. sono spesso passati in secondo piano rispetto all'esigenza di affermare una visione dell'Unione Monetaria rispetto ad un'altra; le politiche nei confronti del paese sono state spesso piegate dall'esigenza di trovare un equilibrio tra le diverse istituzioni europee e internazionali, e gli interessi nazionali dei paesi coinvolti. Sul piano dottrinario, ci si è scontrati duramente (per un campione del dibattito, si veda la bibliografia), proponendo politiche economiche alternative per la Grecia, ma pensando in realtà a tutt'altro che ai destini di quel paese. Non è sorprendente che a cinque anni dall'inizio della crisi i risultati siano sub-ottimali. In sostanza, si è parlato di Grecia per discutere di altro.

1. La crisi economica

Sul piano strettamente economico, l'analisi della situazione del paese era e resta relativamente semplice¹. La Grecia, pur crescendo a ritmi sostenuti negli anni 2000, aveva accumulato enormi squilibri negli anni che precedono la crisi, con un disavanzo nei conti con l'estero che era del 16,5% del PIL nel 2008, un deficit pubblico dell'ordine del 10% nel 2008 e del 16% nel 2009, con un debito pubblico che aveva raggiunto il 127% del PIL nel 2009 ed era su un sentiero esplosivo (Dabrowsky, 2015). Miopia e incompetenza delle classi politiche greche, certo, ma una miopia consentita e sostenuta dai generosi afflussi di capitale da parte delle istituzioni finanziarie degli altri paesi europei che questi disavanzi avevano finanziato. La situazione era diventata insostenibile già anni prima dell'esplosione della crisi e solo l'utilizzo di una contabilità pubblica creativa, con qualche

[♦] a cura di Massimo Bordignon

¹ Si rinvia ai capitoli precedenti di questo stesso Rapporto.



complicità dei controllori europei timorosi di intervenire negli affari interni di un paese membro, aveva consentito di nascondere le magagne. Quando, a seguito della crisi internazionale, i capitali esteri che avevano tenuto il paese a galla per anni hanno cominciato a ritirarsi, la correzione è stata rapida, e come spesso è il caso con i mercati finanziari, traumatica. In particolare, quando è diventato chiaro che la promessa implicita di *bail-out* da parte degli altri paesi dell'Euro - su cui si erano cullati i mercati - non era affatto scontata, gli spread dei titoli pubblici greci nei confronti degli altri paesi EMU, praticamente inesistenti fino al 2008, hanno cominciato rapidamente ad ampliarsi, rendendo impossibile per il paese continuare a finanziarsi sui mercati internazionali; e quando a questo si sono aggiunti timori di una fuoriuscita del paese dall'Euro, a causa delle incertezze della politica europea nell'affrontare la crisi, la fuga dei capitali è diventata precipitosa, portando il paese di fatto alla bancarotta.

2. Le politiche economiche possibili

Sul piano puramente economico, le politiche che potevano essere adottate per fronteggiare la crisi greca erano e rimangono abbastanza standard. Una possibilità era l'introduzione di controlli di capitali nell'immediato e la fuoriuscita dall'Euro, con il ripristino della sovranità monetaria e l'uso dello strumento del cambio per recuperare competitività nei confronti dell'estero (Sinn, 2014). Soluzione traumatica, che avrebbe di necessità condotto al ripudio del debito estero e probabilmente ad un'esplosione inflazionistica per l'esigenza di monetizzare il debito detenuto dai residenti, a cominciare dalle banche nazionali che altrimenti sarebbero fallite in massa, precipitando l'economia del paese in una crisi ancora maggiore. Se questa

politica fosse conveniente per il paese è discutibile, visto che tipicamente nelle piccole economie aperte i vantaggi di una svalutazione del cambio sono presto rimangiati dell'inflazione, soprattutto per un paese che esporta poco e conta soprattutto sui servizi come la Grecia (Darvas, 2015). Si trattava di un'opzione che comunque la Grecia non avrebbe potuto perseguire da sola. Il sostegno internazionale era necessario, vuoi per consentire alla Grecia di non restare esclusa a lungo dai mercati dei capitali internazionali, vuoi per consentirle di mantenere l'accesso ai mercati europei (legalmente, un'uscita dall'Euro non è consentita dai trattati e dunque la Grecia sarebbe dovuta uscire dall'EU e perciò anche dal mercato unico, per poter abbandonare l'Euro). In particolare, siccome le banche tedesche e francesi sarebbero state le più colpite da una fuoriuscita unilaterale dall'Euro (per non parlare di possibili effetti di contagio su paesi simili), un qualche accordo con i paesi europei sarebbe comunque stato necessario per evitare conflitti e politiche di *retaliation* da parte di questi paesi.

Una seconda possibilità era quella di restare nell'Euro, tentando nel medio periodo di ristrutturare l'economia per renderla di nuovo competitiva al presente implicito tasso di cambio e riprendere un percorso di crescita. Anche questa opzione richiedeva comunque l'appoggio estero; della BCE in primo luogo, che doveva agire da prestatore di ultima istanza, consentendo alle banche greche di rimanere liquide, scongiurando fughe di capitali, e dunque in grado di sostenere con il credito il funzionamento dell'economia; dei paesi creditori (in larga parte Francia e Germania) che dovevano accettare una ristrutturazione del debito pubblico; dello stesso FMI che avrebbe dovuto prestare risorse in cambio di politiche economiche adeguate, garantendo alla comunità internazionale

che la situazione era sotto controllo e che con il tempo si sarebbe ritornati alla normalità.

Probabilmente, una azione ordinata di politica economica avrebbe richiesto l'introduzione di controlli sui movimenti dei capitali, una ristrutturazione del debito, prestiti internazionali in cambio di condizionalità e un periodo sufficientemente lungo per consentire una riorganizzazione graduale dell'economia. Costi sulla popolazione, in termini di perdite di prodotto e di occupazione erano certo inevitabili, visto che il paese aveva vissuto a lungo ben al di sopra i propri mezzi; ma ogni sforzo avrebbe dovuto essere fatto per renderli i più limitati e transitori possibili.

3. La gestione della crisi

Come ben noto, e come raccontato in dettaglio nel resto del Rapporto, nulla di tutto questo è stato fatto. La Grecia non è uscita (finora) dall'Euro ed è stata messa sotto tutela da una Troika composta dalla BCE, la Commissione e il FMI; i paesi europei sono intervenuti pesantemente con aiuti, tanto che il debito pubblico greco è ora quasi interamente detenuto dai prestatori internazionali (l'ESM, la BCE, il FMI), con una netta prevalenza della componente europea; il paese non ha ancora riottenuto l'accesso ai mercati internazionali dei capitali e non è chiaro quando e se sarà in grado di farlo; il debito è stato ristrutturato (nel marzo del 2012), ma in misura insufficiente e più tardi di quando fosse necessario; i controlli dei capitali sono stati introdotti solo nell'estate del 2015, dopo che la maggior parte di essi si era già dileguata; la politica economica seguita è stata caratterizzata da un eccesso di impegno nel riequilibrio delle finanze pubbliche, con minore interesse per la capacità delle riforme di innescare un processo di crescita del paese, che infatti è tornata positiva solo nell'ultimo

trimestre del 2014; la correzione economica ha generato enormi costi alla popolazione, con una perdita cumulata di prodotto vicino al 25% e il raddoppio della disoccupazione; e infine la perdita di prodotto e la deflazione hanno reso ancora più insostenibili le finanze pubbliche che tuttavia - grazie al consolidamento fiscale introdotto a partire dal 2010 - hanno raggiunto un surplus di bilancio primario nel 2014, almeno fino alle turbolenze del primo semestre del 2015.

Di più, tutto il processo è stato caratterizzato da ritardi, scontri ideologici, conflitti tra visioni opposte, dibattiti accesi tra paesi e istituzioni nazionali e internazionali, riunioni al cardiopalma del Consiglio Europeo, fino alla drammatizzazione finale della primavera ed estate del 2015, in cui è stato a lungo incerto cosa sarebbe avvenuto. Infine, all'ultimo secondo utile e forse anche dopo questo, nella notte tra il 12 e il 13 luglio 2015, i paesi europei hanno deciso comunque di continuare la politica di sostegno alla Grecia (con un terzo prestito, dopo quelli già decisi nel 2010 e 2012), ridando respiro al paese e ricapitalizzando le banche greche, dopo un referendum che avrebbe dovuto segnare il rifiuto definitivo del paese di seguire le ricette europee (Rodrick, 2015) ma che paradossalmente è stato usato dal primo ministro ellenico che lo aveva convocato per fare esattamente l'opposto - un primo ministro, di seguito però confermato e dunque legittimato nella sua strategia, alle elezioni del settembre 2015.

Il compromesso è stato inoltre raggiunto a seguito di un aspro consiglio europeo, in cui Germania e Francia, i tradizionali dioscuri della politica europea, si sono trovati su schieramenti opposti, tra la prima (che illegalmente, alla luce dei Trattati europei) richiedeva un'uscita (temporanea) della



Grecia dall'Euro e la seconda che invece ha fatto di tutto per tenerla dentro.

Cercare di spiegare tutto questo solo come il risultato dell'applicazione di ricette di politica economica contrapposte appare semplicistico. Visioni di politica economica diverse, quali "l'ordoliberalismo" e l'ossessione tedesca per le regole e il rispetto dei patti hanno sicuramente giocato un ruolo (si veda Sinn, 2014, per una puntigliosa difesa del punto di vista tedesco e il dibattito Bordinon-Sinn, 2014, su i limiti di questa visione), come un ruolo lo ha probabilmente avuto il "Washington Consensus" che almeno fino ad un certo punto della crisi ha guidato l'orientamento delle ricette propugnate dal FMI (Krugman, 2015). Ma credere che tutto sia riconducibile solo alla ideologia o agli orientamenti di macro-economia è limitativo e non aiuta a capire come uscirne e evitare che problemi simili si ripetano in futuro nell'area dell'euro.

4. Il sistema istituzionale europeo

Per prima cosa, è opportuno riflettere su come le decisioni di politica economica sono prese in Europa e in particolare come sono state prese nel contesto della crisi greca. C'è un deficit istituzionale, ancor prima che politico, che è necessario mettere a fuoco per capire quanto è avvenuto.

Alla luce del compromesso raggiunto con il Trattato di Lisbona nel 2009, l'Unione Europea si regge ora su uno doppio binario (Fabbrini, 2015). C'è un binario "sovrnazionale" che guida le decisioni relative alle politiche che sono state delegate all'Unione Europea, quelle più connesse all'operato del mercato unico. In questo campo, le decisioni vengono prese attraverso un sistema tri-istituzionale che assomiglia molto all'operare di un sistema bicamerale di tipo federale. L'esecutivo, la

Commissione (di fatto nominata dal Consiglio Europeo, ma in parte almeno responsabile nei confronti del Parlamento che sia pure a maggioranza qualificata può costringerla alle dimissioni) avanza delle proposte che vengono discusse e approvate da due camere legislative, il Consiglio, dove siedono i rappresentanti degli stati membri (che decidono a maggioranza qualificata), e il Parlamento, che ne rappresenta i cittadini (e che decide a maggioranza semplice). A seguito del Trattato di Lisbona, tutte le politiche in questo binario vengono co-decise dalle due camere, attraverso un sistema di conciliazione che media in presenza di posizioni diverse. Bene o male, si tratta di un sistema che funziona e che è stato rodato negli anni.

C'è però un secondo binario, che riguarda invece le politiche che vengono percepite come più sensibili rispetto alla sovranità dei paesi. Queste riguardano la politica fiscale, ma anche la politica estera e la politica di difesa. Qui il sovrano è il Consiglio Europeo, cioè l'insieme dei capi di governo (in qualche caso di Stato) che decide senza regole decisionali ben definite (dunque, in sostanza, cercando di raggiungere l'unanimità tra i membri, ma in cui per forza di cose dominano i paesi più importanti). Il Consiglio Europeo è stato "istituzionalizzato" con il Trattato di Lisbona del 2009, dopo che il fallimento della proposta di una nuova costituzione europea (respinta con il referendum francese nel 2005), con il suo carico ulteriore di sovra-nazionalità, ha riportato al centro dell'azione politica europea i governi dei paesi membri. Sulle politiche appartenenti a questo secondo binario la Commissione è in posizione ancillare, di mero supporto tecnico alle decisioni del Consiglio, mentre il Parlamento Europeo ne è del tutto escluso. Qui il metodo decisionale è puramente

intergovernativo; i paesi fanno e disfanno le politiche sulla base degli accordi che riescono a trovare.

La politica fiscale e macroeconomica dell'area euro rientra a pieno titolo in questo secondo binario. E la progressiva istituzionalizzazione di strutture interne al Consiglio per tenere conto delle specifiche esigenze dell'area dell'Euro (l'Euro-gruppo e l'Euro-ecofin, i ministri delle finanze dei paesi che hanno adottato la moneta comune), non ne hanno modificato le caratteristiche fondamentali. Sempre di assemblee di politici nazionali si tratta.

Anche tutto il nuovo meccanismo di governance dell'Eurozona messo frettolosamente in piedi a seguito proprio della crisi greca, a cui hanno fatto seguito gli altri paesi della periferia (Portogallo, Spagna, Irlanda, Cipro), riflette essenzialmente lo stesso modello. Con il semestre europeo, le modifiche del Patto di Stabilità e Crescita (il *six pack* e il *two pack*), il meccanismo per la determinazione degli squilibri macroeconomici, il fiscal compact (che non dimentichiamo è tuttora solo un accordo intergovernativo raggiunto all'esterno dei trattati) etc., la Commissione ha assunto apparentemente un ruolo maggiore e maggiori poteri. Ma non si tratta di un vero rafforzamento di istituzioni sovranazionali, a cui vengono delegati poteri nuovi nei confronti della gestione della politica fiscale o anche solo di specifiche situazioni di crisi. Alla Commissione viene solo attribuito un ruolo di esecutore di decisioni prese da altri, cioè dai governi dei paesi dell'Euro, e difatti l'applicazione delle regole risente fortemente degli equilibri politici che via via si determinano nel Consiglio. Con la gestione Juncker, la Commissione ha tentato di conquistarsi qualche spazio di maggior autonomia, ma si tratta

sempre e solo dell'interpretazione di virgole di un patto scritto da altri.

Lo stesso si può dire dell'ESM, il *meccanismo di stabilità europea* che ha l'obiettivo di offrire assistenza ai paesi membri dell'Euro in condizioni di difficoltà, di nuovo introdotto a seguito della crisi, quando è stato chiaro che prestiti bilaterali non erano più sufficienti. L'ispirazione dietro all'ESM è giusta, in quanto si tratta di fatto di un *commitment* da parte dei paesi dell'Euro al mantenimento della moneta unica, impegno sostenuto dalla promessa di un esborso finanziario da parti dei paesi. Ma di nuovo ESM non è una struttura sovra-nazionale, a differenza dello stesso Fondo monetario internazionale, a cui pure si ispira. Si tratta di un fondo costituito da risorse nazionali, in cui i paesi rimangono direttamente proprietari, e il cui utilizzo richiede l'unanimità dei paesi membri. Solo in casi eccezionali, e dietro esplicita e motivata richiesta da parte del Presidente del BCE, il fondo può essere attivato con regole inferiori all'unanimità, ma anche questo residuale e eccezionale sistema di decisioni a maggioranza qualificata, richiede comunque l'accordo dei principali paesi, in particolare Francia e Germania, che possono altrimenti sempre bloccare l'utilizzo.

5. La politica economica europea

Dunque, le decisioni nei confronti della Grecia (come per il resto dei paesi sotto regime di assistenza) sono state prese dai governi dei paesi dell'Eurozona e, in particolare, per il modo come funzionano i meccanismi decisionali interni al Consiglio, dai principali paesi europei, che nel caso specifico rappresentavano anche i principali creditori nei confronti della Grecia, cioè Francia e Germania. E' una cosa che appare ovvia, visto che ci siamo abituati, ma è opportuno ribadire che non è



affatto una cosa “normale”, nel senso che in genere le sovranità che adottano una moneta comune, includendo in questa descrizione gli stati nazionali, non agiscono così.

In tutti i paesi esistono entità sub-nazionali, che per errore o per disegno, finiscono di tanto in tanto nei guai da un punto di vista finanziario; e i vari paesi hanno individuato diversi meccanismi per far fronte alle situazioni di crisi finanziaria dei governi sub-nazionali, che possono minacciare la solidità del sistema complessivo. In qualche caso (come negli USA), gli enti in dissesto vengono semplicemente lasciati fallire, lasciando che siano i creditori a pagarne il costo. Ma in questo caso esistono meccanismi che consentono comunque alle economie di questi entità di riprendersi. Per esempio, esiste una “unione bancaria” e una distribuzione dei rischi tali che se un’entità sub-statale fallisce, non ne falliscono anche le banche, e i depositanti non hanno un incentivo a fuggire in quanto garantiti dal sistema federale. E anche se queste entità sub-centrali falliscono, esistono meccanismi impliciti o espliciti di supporto da parte del budget federale (come minimo, per una area in crisi, diminuiscono i pagamenti delle imposte e aumentano i trasferimenti a sostegno delle politiche federali in quel territorio), e come ultima ratio, c’è sempre la possibilità di spostarsi in aree non in crisi, così riducendo i costi per la collettività colpita.

In altri casi e in altri paesi, espliciti meccanismi di intervento sono previsti; tipicamente questi prevedono, in cambio di supporti monetari alle entità sub-nazionali in crisi, una sospensione della sovranità per quest’ultimi e l’intervento di rappresentanti federali che almeno per un periodo si fanno carico della gestione dell’ente, prendendo i provvedimenti necessari. Ancora più importante, questi interventi vengono decisi dalla collettività

nazionale, cioè dal governo che risponde però ad un Parlamento in cui sono presenti anche i rappresentanti delle collettività colpite, e soprattutto, tipicamente questi interventi di sostegno sono finanziati con risorse della federazione, non con i soldi degli altri enti o regioni.

Sono due elementi fondamentali. Il primo implica che non si possa parlare di sovranità violata, anche se l’aiuto finanziario è condizionato ad una sospensione di sovranità per l’entità in crisi. Questo perché l’intervento è deciso da una assemblea legislativa (il Parlamento nazionale) a cui partecipano anche i rappresentanti politici dell’entità in questione. Il secondo evita che si determini una situazione di conflitto tra enti dello stesso livello, che potrebbe avere effetti esiziali sulla stabilità politica del paese. Non succede mai che un intervento finanziario a favore della regione X, venga finanziato direttamente con le risorse provenienti dalla regione Y, richiedendo anche un voto da parte dell’assemblea regionale della regione Y. Sono comunque risorse della federazione e - anche se provenissero per la maggior parte dalla regione Y (ad esempio, perché le imposte federali applicate in questa regione producono più gettito) - sarebbero allocate e gestite in modo diverso, direttamente dallo stato centrale o dal governo federale.

Nulla di tutto questo era, ed è, previsto nel contesto europeo. Non esiste una decisione collettiva legittimata, perché come si è detto, per disegno istituzionale preciso, solo i paesi possono decidere in merito alla politica fiscale dell’Eurozona, e il Parlamento Europeo, l’unica istituzione europea dotata di una qualche legittimità sovranazionale, è escluso per definizione da queste decisioni. Non esiste un bilancio europeo o un bilancio dell’area Euro che possa mobilitare le risorse necessarie per

intervenire nei confronti dei paesi in crisi. Non esiste (ancora, ma finalmente se ne è avviata la costituzione) una unione bancaria con un meccanismo comune di risoluzione delle situazioni di crisi e di garanzia dei depositi, per cui il fallimento di un paese dell'area euro comporta anche il fallimento delle sue banche, tipicamente le principali detentrici del debito pubblico nazionale, e la fuga dei capitali, con tutti gli effetti connessi sull'economia del paese. Non è neanche chiaro fino a che punto la BCE possa svolgere uno dei ruoli fondamentali di una banca centrale, cioè agire da prestatore di ultima istanza, visto il vincolo legislativo sull'impossibilità di monetizzare il debito. Non a caso nella crisi greca, la BCE si è trovata dalla "parte sbagliata del tavolo"; invece di agire come "banca nazionale greca" (in quanto emittente della valuta nazionale) nella contrattazione con i creditori, si è trovata ad agire come controllore del paese, condizionando il suo supporto (il finanziamento delle banche greche) all'accettazione delle politiche imposte dalle istituzioni europee.

6. Il caso greco

Dato il modo con cui le decisioni sono state (e vengono tuttora) prese, non è sorprendente che nel caso greco si siano rilevate sub-ottimali. C'è in primo luogo un banale problema di *tempistica*. Nel contesto di una crisi finanziaria, agire rapidamente è la condizione necessaria per evitare il peggioramento della situazione. Ma decisioni che devono essere prese da assemblee di decisori nazionali politici, ciascuno dei quali deve risponderne alla propria *constituency* nazionale, non possono essere tempestive per definizione. C'è la necessità di trovare un accordo prima tra i vari paesi, poi nei confronti del proprio parlamento, poi

di spiegarla alla propria opinione pubblica. E' ovvio che un esponente politico nazionale deve in primo luogo dare la precedenza alla propria situazione interna, quali siano i disastri che incombono a livello internazionale; magari dando la priorità a qualche importante elezione locale, come è appunto successo per la Germania nel contesto della crisi greca, prima di decidersi a intervenire e prendere decisioni che possono risultare impopolari.

La Grecia ha avuto anche la sfortuna di essere stato il primo paese a entrare in difficoltà; ben prima che gli altri paesi dell'Eurozona - di fronte al propagarsi della crisi - si decidessero a costituire meccanismi appropriati di intervento e prima che la BCE trovasse il sistema, nelle more del suo complesso sistema decisionale e legale, di svolgere la funzione di prestatore di ultima istanza. Sono argomenti del senno del poi, ma è abbastanza facile ipotizzare che la crisi greca sarebbe stata meno grave e più circoscritta se si fosse intervenuti in modo più rapido.

Il secondo problema, naturalmente, è che se è un paese a intervenire a sostegno di un altro paese, non può che farlo tenendo conto della propria opinione pubblica e dei propri interessi. Nel caso greco, la decisione di non consentire una ristrutturazione del debito fino al marzo 2012, cioè quasi tre anni dopo che la crisi era esplosa, è sicuramente stata influenzata dalla pressione delle banche creditrici, soprattutto francesi e tedesche, che hanno approfittato del tempo residuo per liquidare le proprie posizioni e ridurre le perdite. La stessa ristrutturazione del debito è stata, con il senno di poi, troppo limitata per consentire al paese di avere una vera prospettiva di ripresa, anche se di fatto il pagamento del debito stesso è stato di fatto rimandato ad un tempo lontano (al momento la Grecia non ripaga il principale, ma solo gli interessi



sul debito, oltretutto a tassi molto vantaggiosi). Bisogna tuttavia ricordare che le paure di contagio che avrebbero potuto risultare da una ristrutturazione erano, soprattutto al momento dell'esplosione della crisi - a poco più di un anno da Lehman Brothers- molto diffuse e non immotivate (Baglioni e Bordignon, 2010).

L'altro problema – come si è già detto - è che se le risorse per un salvataggio si muovono da un paese verso l'altro, invece che da un budget federale, le opinioni pubbliche dei paesi donatori non possono essere dimenticate. In Germania (e paradossalmente, non in Francia o in Italia, che pure hanno contribuito pesantemente ai prestiti alla Grecia, senza neppure averne un vantaggio nel caso italiano come creditori, visto che il livello di indebitamento delle banche italiane nei confronti della Grecia era minimale), l'opinione pubblica ha giocato un ruolo importante. La narrativa che è stata raccontata sulla crisi ha insistito soprattutto sulle responsabilità della Grecia ("hanno truccato i conti"), piuttosto sulla corresponsabilità delle banche tedesche e francesi che hanno sostenuto quel processo. I "debiti devono essere pagati" è apparso conseguentemente come un imperativo morale, piuttosto che una questione di convenienza economica (si veda ancora Sinn, 2014 e 2015).

Di più, altre istituzioni tedesche si sono messe nel mezzo. La corte costituzionale tedesca, temendo di perdere il proprio ruolo, ha insistito nel porre limiti e controlli alle varie politiche di sostegno, fino al (finora fallito) tentativo di mettere in discussione l'indipendenza della BCE. L'opposizione della Bundesbank nel consiglio della BCE ne ha a lungo impedito e rallentato l'azione.

Per la Grecia, la conseguenza di tutto questo è che le politiche imposte dalla Troika hanno assunto un carattere "punitivo" che è stato eccessivo anche dal

punto di vista di un creditore "razionale", che alla fine dovrebbe avere un interesse che il debitore sia messo in grado di ripagare i debiti, non che venga "punito" per colpe vere o presunte.

La stessa decisione di coinvolgere il FMI nella Troika, dopo un primo balletto in cui il primo ministro greco "minacciava" di ricorrere al FMI in assenza di un intervento dei paesi europei (minaccia strana, visto che in teoria il FMI è stato inventato proprio per affrontare i problemi di tipo finanziario che i paesi membri come la Grecia stava subendo), riflette la stessa logica. Per convincere un parlamento recalcitrante ad approvare gli aiuti, da parte tedesca si è deciso di coinvolgere un ben noto e pignolo esattore di contratti come il FMI a garanzia che la Grecia avrebbe rispettato i patti, piuttosto che lasciare tutto nelle mani della Commissione Europea e della BCE, considerati la prima troppo condizionata politicamente, e l'altra troppo "infiltrata" da esponenti della periferia. Dopodiché, il FMI non è stato messo in condizione di agire in modo autonomo, come generalmente si comporta in casi simili (ragione per cui sta ora cercando di sfilarsi dal terzo programma di aiuti alla Grecia). Il FMI ha realizzato abbastanza presto che le ipotesi di recupero della Grecia alla base delle proposte della Troika erano troppo ottimistiche e che sarebbe stato necessario un periodo più lungo di aggiustamento e un'ulteriore intervento sul debito; ma per motivi politici è stato costretto a dare il suo avallo a interventi che non riteneva più validi (Blanchard, 2015). Oltretutto, violando pratiche standard del FMI nel sostegno ai paesi in difficoltà economica (Wolff, 2015a).

Ma ancora tutto questo non spiega le scelte di politica economica effettuate nel caso greco. Se il problema della crisi greca fosse stato solo greco, a fronte dei costi davvero estremi che il paese ha

sopportato dal momento dell'esplosione della crisi, probabilmente qualche soluzione più ragionevole sarebbe emersa, o potrebbe ancora emergere. Il problema è che la crisi greca è sempre stata affrontata pensando soprattutto agli effetti che le scelte effettuate in quel paese potevano avere sugli altri membri dell'Euro e in particolare sull'evoluzione complessiva della politica dell'area. Ogni scelta è stata presa avendo in mente il "segnale" che questa avrebbe dato ai vari paesi e alle diverse opinioni pubbliche.

Così la Grecia si è trovata in mezzo a diverse visioni sulla natura dell'UME e al conflitto tra paesi molto più importanti. Il debito greco non è stato ristrutturato quando doveva per paura di mandare un segnale sbagliato ai mercati, che avrebbero potuto attendersi altre ristrutturazioni in altri paesi; i controlli dei capitali non sono stati introdotti quando era necessario, per evitare che potessero essere presi a esempio da altri paesi, così contraddicendo uno dei principi costituenti della UE; il debito non viene condonato, benché di fatto il pagamento sia stato spostato in avanti, perché si teme il condono possa costituire un esempio per altri paesi con alto debito (leggi, Italia); la politica di austerità non è stata addolcita, perché questo avrebbe potuto rappresentare un segnale ai partiti di opposizione di altri paesi europei che invece avevano adottato con puntiglio i suggerimenti europei (leggi, Spagna) e via discorrendo.

Il conflitto ha assunto posizioni estreme nel Consiglio Europeo di luglio, dopo un balletto durato quasi sei mesi tra le istituzioni europee e il nuovo governo greco. Approfittando anche dell'esasperazione provocata dai comportamenti ondivaghi del governo greco, il ministro delle finanze tedesco ha imposto che la soluzione dell'exit del paese dall'euro venisse esplicitamente

considerata dal Consiglio, nonostante l'opposizione della maggior parte dei paesi alla proposta. Di più, lo ha fatto rimarcando nella stessa dichiarazione pubblica due concetti in sé contraddittori; che il debito greco non poteva essere condonato, come richiesto tra l'altro dal FMI, in quanto contrario ai trattati, e che la Grecia potesse essere espulsa dall'euro, che pure rappresenta una opzione non consentita dai trattati. Dietro la minaccia di Schauble, c'era e c'è la visione di un'area dell'euro che si restringe solo a paesi omogenei o che vogliono diventare tali, oltre alla percezione che grazie anche alla politica monetaria della BCE (paradossalmente, a lungo contrastata dalla Germania) i rischi di contagio da una fuoriuscita della Grecia sugli altri paesi dell'euro sarebbero stati limitati (Eichengreen, 2015); la minaccia non ha avuto seguito solo per l'opposizione della Francia (e più sommessamente dell'Italia), e per la decisione del cancelliere tedesco di schierarsi con quest'ultima, piuttosto che rischiare una frattura con l'alleato fondamentale nel contesto europeo. Dietro la decisione francese (che a quanto si dice pare abbia di fatto scritto per conto della Grecia la proposta di compromesso finale poi accettata con riserva dal Consiglio), c'era naturalmente la percezione che la Grecia fosse solo uno *scapegoat* per imporre anche agli altri paesi, a cominciare dalla Francia, che non rispetta da anni le regole di bilancio europee, il nuovo ordine germanico. Si tratta però solo di una partita rinviata. Come evolverà l'Eurozona, se diventerà davvero solo una unione delle regole, rigidamente applicate dal Consiglio, con nuovi e estesi poteri sul bilancio dei paesi membri, come vorrebbe la Germania o evolverà in un organismo più politico, dai confini ancora incerti, resta ancora una questione aperta.



7. La questione della sovranità

Non c'è solo la politica economica. La vicenda greca ha posto sul tappeto un'altra questione fondamentale, quella della sovranità e della legittimità democratica all'interno dell'unione monetaria (Stiglitz, 2015). Il governo greco ha messo con forza sul tappeto la questione, spesso tentando di utilizzare le posizioni della propria opinione pubblica, contraria al perseguimento delle politiche di austerità, come strumento di pressione nei confronti delle decisioni prese a livello europeo. Come può l'unione europea, che fonda la propria identità e la propria legittimità istituzionale sul rispetto delle opinioni pubbliche e della democraticità delle decisioni, rifiutare di considerare le posizioni di un paese sovrano, espresse attraverso un governo democraticamente eletto? Come può imporre a un paese sovrano delle politiche, quando queste vengono respinte in un referendum nazionale esplicitamente convocato per discutere di quelle decisioni?

Naturalmente, così come sollevato dal governo greco, il problema della sovranità e della legittimità democratica era mal posto. Far parte di una unione monetaria necessariamente implica rinunciare a della sovranità, a cominciare da quella monetaria, e la Grecia non sarebbe finita nella situazione presente se non ci fosse stata quella rinuncia, perché neppure ci sarebbe stata l'adesione alla moneta unica. E se la Grecia ha un'opinione pubblica e governi democraticamente eletti, così li hanno gli altri paesi, e i governi di questi paesi non solo possono, ma devono, rispondere alle proprie opinioni pubbliche, anche in merito a come vengono spesi i soldi destinati a finanziare la Grecia.

Tuttavia, se il problema è stato mal posto dalle autorità greche, non significa che non si tratti di un

problema reale. Di fatto, come suggerito in precedenza, i paesi dell'euro restano sovrani sulla politica fiscale (si tratti della Grecia o della Germania), e non c'è stata alcuna cessione di sovranità alle istituzioni europee su questo fronte. Ne segue che le decisioni europee anche nel campo delle politiche per i paesi in difficoltà non riflettono una sovranità condivisa e democraticamente legittimata, se non nel senso che queste vengono prese da assemblee di governi nazionali democraticamente eletti, ciascuno dei quali ne risponde alla propria opinione pubblica. Ma non c'è un "governo" europeo che prenda delle decisioni sulla politica fiscale dell'area rispondendone ad una *constituency* europea.

L'effetto, nel caso greco, come in altri paesi sottoposti a politiche di sorveglianza, è stato politicamente devastante. Non è l'Europa ad aver preso delle decisioni in campo fiscale; sono i paesi che ne fanno parte ad averlo fatto, tramite il Consiglio Europeo, e le istituzioni sovranazionali europee, la Commissione e la BCE, si sono semplicemente "prestate" ad applicarle. Non solo, ma visto il ruolo dominante assunto dalla Germania nel Consiglio e tra i paesi dell'euro, e per il suo ruolo economico e per la situazione di vantaggio assunta a seguito della crisi, è stata di fatto la Germania a prendere le decisioni relative alle politiche imposte alla Grecia. Ma Angela Merkel non è legittimata a prendere queste decisioni, perché non ne deve rispondere ad un elettorato e a un'opinione pubblica in cui anche i greci abbiano voce in capitolo. Questo problema è emerso con chiarezza nel caso greco, come negli altri paesi della periferia dell'euro. Il cancelliere tedesco (non la Commissione o il FMI) è diventato l'avversario politico principale, e sono le bandiere tedesche che sono state bruciate nelle piazze di Atene o di

Madrid dai manifestanti, più e ancora che quelle europee.

La carenza di democraticità delle scelte di politica economica, e di insufficiente cessione di sovranità nel contesto europeo, emerge anche da un altro punto di vista. Si può discutere se l'UE sia o meno un'unione a più velocità; ma è difficile dissentire sul fatto che l'UME sia un'unione a più regole, nel senso che le regole saranno pure uguali, ma si applicano in modo diverso a seconda dell'importanza dei paesi considerati.

Anche senza volere ritornare ancora al 2003, quando pur di non imporre le sanzioni previste dal Patto di Stabilità a Francia e Germania si è preferito cambiare il Patto (l'opposto di quello che era successo l'anno prima al Portogallo), resta il fatto che le applicazioni delle regole continuano a cambiare a seconda della forza del paese sotto considerazione. La Francia non ha mai subito attacchi speculativi, più che per la forza della sua economia, per la convinzione dei mercati che mai la Germania avrebbe lasciato che l'appartenenza della Francia alla moneta unica fosse messa in discussione². La Francia non rispetta da anni i vincoli sul deficit, sapendo benissimo che nessuna Commissione, qualunque cosa dicano le regole, avrebbe mai la forza politica di farla agire diversamente. E per quello che riguarda la Germania, questa viene continuamente sollecitata dalla Commissione sul tema dell'eccessivo avanzo

di bilancia di parte corrente, senza che la Commissione abbia la forza per imporre una modifica nella propria politica fiscale in una direzione più espansiva. E non c'è dubbio che l'aggiustamento dei paesi della periferia dell'euro, Grecia in primo luogo, sarebbe e sarebbe stato molto più facile, come di nuovo insiste la Commissione assieme a tutte le altre istituzioni internazionali, se l'aggiustamento fosse stato simmetrico, con i paesi forti dell'euro che si fossero fatti carico di espandere ulteriormente la propria economia o avessero accettato una politica salariale più espansiva al proprio interno (Blanchard e al., 2015).

Questa asimmetria di trattamento non aiuta; rende ancora più cocente il tema della legittimità democratica e rende ancora più palese la difficoltà di portare avanti una unione monetaria, mantenendo al contempo il consenso popolare. Una unione monetaria certo richiede il rispetto di regole sul lato fiscale, per gli ovvi motivi di esternalità sul valore della moneta, ma anche che queste regole siano legittimate sul piano democratico e imposte a tutti nella stessa misura.

8. E ora?

Per quanto riguarda la Grecia, la situazione pare sia approdata per il momento a qualche conclusione. Il vero *turning point* è avvenuto all'inizio dell'estate, quando il governo greco - nonostante il referendum e i sei mesi di conflitto con le istituzioni europee che hanno pesato duramente sull'economia del paese, per l'incertezza e la fuga dei capitali - ha deciso alla fine di accettare le condizioni imposte (per certi aspetti ancora più dure di quanto richieste dalla Commissione solo 15 giorni prima) dagli altri paesi europei per l'ottenimento della terza rate di prestito. Questa scelta è stata sancita dalle elezioni

² Va peraltro ricordato che l'ultimo attacco speculativo subito dal Franco francese risale al luglio 1993. Anche in quella occasione vi fu un'applicazione asimmetrica delle regole; infatti, anziché svalutare il Franco, venne ampliata l'ampiezza della banda di fluttuazione del regime di cambio SME, portandolo dal 2,25 al 15% (rispetto alla parità centrale).



di settembre, che hanno confermato il premier (sebbene con una combinazione diverse di forze politiche nella maggioranza di governo) alla guida del paese. I processi di verifica degli accordi sono ancora in corso, ma alla fine le banche greche non sono fallite, la liquidità viene garantita dalla BCE, e le banche greche verranno ricapitalizzate con i soldi europei. I vincoli ai prelievi e ai controlli dei capitali resteranno in piedi ancora lungo, almeno finché la situazione economica non verrà normalizzata (probabilmente, almeno un paio d'anni), ma il credito ha ricominciato a circolare all'economia.

Sul piano economico, è probabile che si assista a qualche ripresa. Checché se ne dica (Rogoff, 2015), il paese aveva in realtà applicato molte delle politiche richieste dalla Troika negli anni precedenti (Terzi, 2015), con solo un'interruzione a causa delle turbolenze politiche nel primo semestre del 2015, e anche le politiche ora richieste verranno attuate in futuro. Il mercato del lavoro è stato riformato e secondo l'OECD è adesso più flessibile di quello tedesco, anche per i lavoratori a tempo indeterminato; I salari si sono fortemente ridotti, e il costo del lavoro per unità di prodotto ha recuperato circa metà della distanza che si era aperta rispetto alla Germania dal 2000 al 2010. Se la liberalizzazione dei mercati è stata limitata, la Grecia ha comunque recuperato circa 60 posizioni nella classifica della World Bank Doing Business (Darvas, 2015). E difatti il paese aveva ricominciato a crescere già alla fine del 2014, e potrebbe ricominciare a farlo via via che la situazione si normalizza. Con gli interventi sul lato fiscale, il bilancio primario è di nuovo più o meno in equilibrio e il pagamento degli interessi è per il momento poca cosa.

Resta il problema del debito. Nessuno onestamente pensa che la Grecia possa generare sufficienti avanzi primari da poter ripagare il proprio debito in futuro, come ora formalmente stabilito. Il ripudio di una parte del debito resta ancora un tabù per l'opposizione della Germania e dei paesi del nord, di nuovo più per paura di che cosa questo possa rappresentare in termini di segnale per il resto della periferia, piuttosto che come posizione assoluta (benché venga per ora presentata come tale, la necessità legale di rispettare i trattati). Una soluzione possibile e che formalmente rispetterebbe i vincoli legali, prevede che con il tempo, se la situazione si normalizza e i paesi dell'euro riescono a trovare un migliore equilibrio al proprio interno, venga spostato sempre più in avanti il momento della restituzione del debito, magari rendendola condizionata al tasso di crescita dell'economia greca, come anche di recente autorevolmente suggerito (Bogdandy et al., 2015; Wolff, 2015b). Un debito che deve essere restituito in tempi sempre più lontani, ad interessi sempre estremamente bassi, e condizionato all'ottenimento di un certo tasso di crescita economica, cessa di essere di fatto un debito oneroso.

9. Le prospettive dell'Unione Monetaria

Naturalmente che cosa succederà alla Grecia dipende anche da cosa succederà alla UME e alla UE. Qui è difficile avanzare previsioni. Sul piano politico, va riconosciuto che i paesi dell'area, nonostante tutte le divergenze economiche, politiche e anche etico-morali che li caratterizzano, hanno trovato alla fine la forza di tenere in piedi il progetto, eminentemente politico, della moneta unica. Forse la paura dei costi di una frattura dell'area euro, forse la comprensione da parte delle élite politiche di che cosa significherebbe per l'UE e

l'Europa in generale il fallimento della moneta unica. Resta il fatto che il processo è faticosamente andato avanti e soluzioni impensabili anche solo 5 anni fa sono state trovate per affrontare le situazioni di maggior crisi. Un abbozzo di unione bancaria è in fase di costruzione (anche se significativamente resta ancora non definito il finanziamento dei meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie e la protezione dei depositanti) e per quanto sia deludente sia nei tempi che nelle prospettive, il rapporto dei cinque presidenti (Juncker, 2015) offre comunque un percorso di ulteriore rafforzamento e integrazione dell'area. Sul piano economico, il *quantitative easing* della BCE, se (finora) fallimentare sul fronte di quello che è il suo obiettivo dichiarato, una ripresa dell'inflazione, ha però migliorato le condizioni del credito nei paesi della periferia dell'euro, consentendogli di ricominciare a crescere. Se si crede alle previsioni del FMI, nei prossimi tre anni, tutti e tre i principali paesi dell'euro, Italia compresa, cresceranno allo stesso ritmo e la Spagna crescerà ad un ritmo ancora maggiore. Se la differenza nei livelli tra i paesi del nord e della periferia, inclusi i tassi di disoccupazione, resta abissale dopo la crisi, almeno le economie non stanno più divergendo come negli anni immediatamente successivi alla crisi, rendendo più facile l'adozione di politiche comuni. Tutto rimane ancora molto fragile, e una nuova crisi o rallentamento economico, come molti paventano a seguito delle difficoltà dei paesi emergenti, potrebbe rimettere tutto in discussione. Più che altro non sembra esserci per il momento la volontà di affrontare i problemi istituzionali, di fatto, la mancanza di un'unione politica, che come si è argomentato rappresentano le vere e principali carenze dell'unione monetaria (Fabbrini, 2015).

Riferimenti bibliografici

- Baglioni A., e Bordinon M. (2010), Perché la Grecia non può fallire, *www.lavoce.info*, 26 Gennaio.
- Blanchard, O. (2015), Greece: past critiques and path forward, *IMF direct*, 9 Luglio.
- Blanchard, O., Erceg, G., e Lindé J. (2015), Jump starting the euro area recovery: would a rise in core spending help the periphery?, *NBER Working Paper* 21426.
- Bogdandy A., Fratzscher M., e Wolff G. (2015), Greece's debt burden can and must be lightened within the Euro, *Bruegel Post*, August.
- Bordinon M. e Sinn H.W. (2014), Is the Euro a trap? An exchange between Massimo Bordinon and Hans Wener Sinn, *LuiSS School of Political Economy*.
- Dabrowsky, M. (2015), Five Lessons on Greece, *Bruegel post*, 23 Luglio.
- Darvas, Z. (2015), Is Greece destined to Grow?, *Bruegel post*, 15 Giugno.
- Fabbrini, S. (2015) *Which European Union*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Eichengreen, B. (2015), Saving Greece, Saving Europe, *Project Syndicate*, 16 Luglio.
- Krugman, P., 2015 "Greece: An unsustainable position" *New York Times*, 15 Luglio.



Junker, J.C. (2015), Completing Europe's Economic and Monetary Union, The European Commission, Brussel.

Rodrick, D. (2015), Greece's vote for sovereignty, *Project Syndicate*, 9 Luglio.

Rogoff, K. (2015), Why the Greek bailout failed, *Project Syndicate*, 1 Luglio.

Sinn H.W. (2014), The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs, Oxford, Oxford University Press.

Sinn, H.W. (2015), Why Grexit could be good for Greece, *CNN, Commentary*, Luglio.

Stiglitz, J. (2015), Europe attack at Greek democracy, *Project Syndicate*, 29 Luglio.

Terzi, A. (2015), Reform momentum and its impact on Greek growth, *Bruegel Policy Contribution*, n.12.

Wolff, G. (2015a), Olivier Blanchard fails to recognise two major IMF mistakes in Greece, *Bruegel post*, Agosto.

Wolff G., (2015b), Greece: lessons from Europe, *Bruegel post*, Agosto.



6. IMPLICAZIONI DELLA CRISI GRECA PER LA FUTURA ARCHITETTURA DELL'EUROZONA*

E' davvero possibile affermare che dalla crisi greca si sia imparato quanto basta al duplice obiettivo di:

- 1) evitare che si ripetano crisi così gravi;
- 2) procedere sulla strada di una *Unione economica e monetaria*, i cui partecipanti ricevano benefici superiori ai costi, con una loro distribuzione che non sia né arbitraria né iniqua?

1. I limiti dell'analisi precedente la crisi

Proviamo a rispondere a queste due domande, iniziando da un aspetto che ancora oggi merita qualche chiarimento. Se gran parte della crisi greca ci ha colto di sorpresa, la colpa è soprattutto nostra. Negli anni precedenti - cioè nell'euforia delle tante "bolle" che hanno prevalso fino al 2007 - ci eravamo infatti dimenticati di una serie di circostanze che avrebbero dovuto indurci a non esagerare nell'autocompiacimento con cui salutavamo la diffusione della nuova moneta.

Quattro aspetti importanti vanno sottolineati:

- 1) Pochi allora ricordavano che l'*Unione economica e monetaria* (UEM) riguardava sempre più paesi dei 28 membri della EU, perché era comunque il destino comune atteso di tutti (salvo i 2 che avevano ottenuto il cosiddetto *opting out*, cioè Danimarca e Regno Unito) i paesi (attualmente 28) membri dell'Unione. Ci si è limitati ad assumere che i paesi interessati a condividere l'euro avrebbero fatto bene i loro conti, essendo certi - se necessario, con le opportune riforme - di ricavarne un perpetuo

beneficio netto positivo, senza causare esternalità negative agli altri paesi-membri.

2) In realtà, l'Unione che entra in crisi nel 2009 è qualcosa che nessuno aveva voluto e tanto meno deciso. Era infatti (come dimostra il Rapporto Monti del 2010) "poco economica" (*il mercato interno* era ancora molto incompleto), e (come sostenuto da Terzi-Vaciago, nel 2001) "pochissimo monetaria" (riguardava solo il circolante e non l'intero stock di moneta). E' andata in crisi una Unione avviata e mai completata, senza alcuna *governance* adatta a tempi di crisi, e che aveva "dimenticato" che la solidità di una moneta dipende anche dalle capacità professionali (e politiche) di una Banca centrale in grado di vigilare (e quindi prevenire il peggio) la stabilità finanziaria delle singole istituzioni, e dell'intero mercato.

Non era neppure corretto attribuire ciò alla sola egemonia tedesca (l'idea tante volte ripetuta che la BCE dovesse imitare la Bundesbank) perché la nascita della nostra nuova Banca centrale coincide con una stagione dominata dall'autocompiacimento¹ e dalla convinzione ideologica che la finanza possa risolvere ogni problema e che se la finanza stessa va in crisi, è con la sua illimitata creazione di liquidità che la Banca centrale potrà evitare il peggio. Non a caso,

¹ Confronta quanto la BCE scriveva nel 2008, per il suo 10° anniversario, *Bollettino Mensile*, giugno 2008, pag. 159: "I dieci anni appena trascorsi hanno anche dimostrato che l'UEM poggia su solide fondamenta e che i paesi in cui è stato introdotto l'euro hanno raggiunto un elevato livello di convergenza economica". Nel maggio 2015, si scrive esattamente il contrario, cioè che quella "convergenza economica" riguardava solo l'inflazione, mentre con l'Euro si erano ampliate le differenze reali all'interno del gruppo dei 12 Paesi che per primi avevano avviato l'UEM. Si veda l'articolo "La convergenza reale nell'area dell'euro: riscontri, teoria e implicazioni sul piano delle politiche" in BCE, *Bollettino Economico*, 5/2015, pp. 34-50.

* A cura di Giacomo Vaciago



la nascita di una BCE limitata-alla-sola-stabilità-monetaria coincide con una riforma nella stessa direzione di una delle più antiche e prestigiose banche centrali: la Bank of England!

3) E' stata comunemente chiamata la *crisi dei debiti sovrani dell'area dell'euro*. In realtà, le differenze tra i diversi paesi coinvolti sono state significative: nel rapporto tra eccessivi debiti pubblici e privati; nell'insostenibile crescita della domanda interna (vedi deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti); e ancora nei diversi coinvolgimenti delle banche e dei mercati.

4) Non sempre è stato agevole distinguere nell'ampio dibattito (accademico, politico, delle autorità competenti, e delle parti interessate) di questi anni quanto sia stato sostenuto con riferimento all'emergenza da superare, e quanto invece con riferimento alla "costruzione" di una Unione migliore (cioè anche più utile, per tutti e per ciascuno) di quella che avevamo conosciuto. Si ricordi che le principali decisioni politiche, dalle iniziali modalità del salvataggio della Grecia (marzo 2010) alla necessità di realizzare presto e bene l'Unione bancaria (giugno 2012) sono avvenute in condizioni di emergenza, spesso all'insegna di slogan politici più che di analisi approfondite. I principi così ribaditi - i salvataggi bancari non devono più gravare sui contribuenti; anche le banche più grandi devono "poter fallire"; il campo di gioco deve essere il più possibile livellato uguale per tutti; ogni paese-membro dell'unione, di solito non dovrebbe contare sull'aiuto altrui - sono però oggi altrettanti pilastri della futura "evoluzione costituente" dell'Unione economica e monetaria. Come è diventato sempre più tipico della BCE l'auspicio² che con le opportune "riforme strutturali" si elevi il potenziale di crescita dei singoli paesi, e la loro

capacità di reagire positivamente a shocks avversi favorendo anche "l'ordinato funzionamento dell'Unione monetaria".

A questo punto, dovremmo valutare tre cose:

1) Lo stato di completamento dell'UEM, iniziato in seguito alla crisi provocata dal fallimento della Grecia.

2) Gli "sviluppi interpretativi" che - nell'ambito dei suoi poteri discrezionali - la Commissione EU ha deciso di attribuire all'uso del *Patto di stabilità e crescita*: la cosiddetta "nuova flessibilità" introdotta dal 2015.

3) infine, e non meno importante, la strategia di ulteriore completamento del processo di integrazione nei prossimi anni, che va sotto il nome di "Documento dei 5 Presidenti". Una prima versione, allora detta "dei 4 Presidenti", era stata pubblicata in bozza il 26 giugno 2012, e come relazione finale il 5 dicembre 2012. L'obiettivo era quello di "procedere verso una vera UEM". Tre anni dopo, l'obiettivo è diventato quello, più ambizioso, di "completare" l'UEM.

Per il *primo* aspetto, dobbiamo sottolineare il successo tecnico, ma anche i rimasti dubbi politici su quanto per semplicità chiamiamo Unione bancaria. Che a sua volta rientra in più ampio pacchetto di provvedimenti³ che da un lato affrontano i temi della stabilità - nelle sue diverse declinazioni - da quella economica a quella bancaria, da quella della finanza privata a quella della finanza pubblica; e dall'altro lato cercano di conciliare l'azione di prevenzione delle crisi (identificando squilibri destinati ad originare crisi) con la più efficiente *governance* delle crisi stesse, una volta che siano iniziate.

² Vedi BCE, Bollettino Economico, 2/2015, "Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro", pp. 63-67.

³ Brevemente elencati ed illustrati nella "Nota Analitica" ("Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area") preparata dai 4 Presidenti e pubblicata il 12 febbraio 2015.



Il solo elenco delle cose progettate ed approvate, nel giro di tre anni, ed in corso di attuazione, è impressionante!

Basta ricordare che l'*Unione bancaria* è in realtà composta da 4 nuove procedure:

- SSM: Single Supervisory Mechanism
- SRM: Single Resolution Mechanism
- SRF: Single Resolution Fund
- BRRD: Bank Recovery and Resolution Directive (con le nuove regole sul *bail-in*)

La cosa più discussa - anche in Italia⁴ - è stata, comprensibilmente, la normativa sul *bail in*, che ha definitivamente archiviato il dogma *too big to fail* con cui la crisi finanziaria era iniziata, ma ha anche - soprattutto in paesi come l'Italia - rivoluzionato il comune sentire secondo il quale le passività delle banche (dai depositi alle obbligazioni alle stesse azioni) fossero esposti al solo rischio di mercato (i prezzi delle azioni e delle obbligazioni bancarie non essendo sempre certi), ma non anche al rischio di credito (cioè che

⁴ Non ha sottovalutato questo aspetto il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco (in Audizione al Senato, il 22 aprile 2015) intervenendo sul tema dell'*Unione bancaria* (e relativo necessario recepimento nel nostro ordinamento) e connessi aspetti di riorganizzazione del sistema finanziario, a cominciare dalla separazione tra attività di *credito*, tipiche della tradizionale banca commerciale, e attività di *investimento*. Per arrivare ad un *mercato unico dei capitali* da affiancare all'unione bancaria.

Sulla stessa problematica, con maggior precisione sulla questione dei *crediti deteriorati*, e con riferimento agli adeguamenti ancora necessari per il funzionamento di un sistema finanziario con moneta comune, vedi Ignazio Visco, *Intervento all'Assemblea Ordinaria Associazione Bancaria Italiana*, Roma, 8 luglio 2015. Nell'intervento al Senato del 9 luglio 2015 (Fabio Panetta, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea*, Roma) è invece approfondito il giudizio della Banca d'Italia sulla nuova regolamentazione delle banche e sue conseguenze sul nostro sistema finanziario.

la liquidazione di una banca potesse coinvolgere depositanti ed obbligazionisti).

Il problema che resta da valutare è se questa complessa *governance* riuscirà in futuro a prevenire rischio sistemico e contagio tra sistemi finanziari e tra paesi; e ridurre il rischio di nuove fratture tra paesi *core* e periferici; volendo da un lato accrescere l'interdipendenza che è tipica di una unione di successo, evitando però la fragilità che ne deriva quando i problemi di alcuni paesi diventano comuni.

Il *secondo aspetto* è ben illustrato nella Comunicazione della nuova Commissione che, in data 13 gennaio 2015, rende pubblico come intende: "*making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and growth Pact*".⁵

In questo caso, è evidente lo sforzo fatto per conciliare il rispetto di quanto modificabile solo cambiando i Trattati (con riferimento ai due numeri magici: 3 e 60 per cento) con una interpretazione "growth friendly" di tre aspetti specifici:

- 1) la crescita degli investimenti;
- 2) il ruolo delle riforme strutturali;
- 3) la miglior definizione delle condizioni cicliche.

2. Quali lezioni dalla crisi greca?

Per ciascuno di questi tre temi, la Comunicazione chiarisce sia il problema sia come intende affrontarlo. L'esperienza della Grecia è in qualche modo presente? Ovviamente sì, nella misura in cui si cerca di non ripetere errori in quel caso commessi, anche da parte di Bruxelles. In ciascun caso, si sottolinea che la sostenibilità del debito pubblico dipende: dalla attuazione dei necessari investimenti (se possibile cofinanziati a livello EU); dalla realizzazione (vera e propria, e non solo dalle tante promesse) di riforme che

⁵ Vedi anche la successiva "Nota analitica" del 12 febbraio 2015 citata nella nota (3) precedente.



aumentano la crescita potenziale del reddito; e ancora dalle condizioni del ciclo economico. Quest'ultimo è forse il caso più direttamente riconducibile agli errori commessi nei confronti della Grecia: averle imposto una riduzione del deficit pubblico quando già l'economia greca era in recessione.

A ben guardare, queste riflessioni della Commissione portano ad attribuire più importanza nel corso dell'istruttoria da condurre a Bruxelles - ad una serie di valutazioni, quantitativamente fondate su temi misurabili, seppure sempre discutibili. E' per definizione vero che "guardare al futuro" è ciò che più conta all'interno di una Unione tra paesi ancora fundamentalmente sovrani, ma è anche ovvio che il futuro non è mai noto con certezza. Molto dipenderà dalla qualità delle analisi economiche che supportano le scelte politiche dei 19 Governi e dalla buona fede con cui questi ritengono di migliorare davvero, con la loro legislazione di bilancio, il futuro anche lontano dei loro paesi. Di qui l'enfasi sulla "posizione strutturale" specifica di ciascun paese, depurata dal ciclo, e che guarda alle riforme strutturali⁶, ignorando le misure "one off" che hanno spesso caratterizzato politiche-di-bilancio-di-troppo-breve-periodo.

Il *terzo aspetto*, per ora fermo a livello di prime idee - molto discutibili - riguarda il cosiddetto Documento dei 5 Presidenti⁷.

Chi legge con cura quelle 23 pagine pubblicate il 22 giugno 2015, ha una prima delusione: c'è

l'elenco dei problemi, ma lo stesso non si può dire per l'elenco delle soluzioni e per una vera *road map* con cui raggiungere un risultato utile in tempi ragionevoli e comunque certi. Dalla crisi greca abbiamo infatti imparato che la moneta comune non è stata né la causa né la soluzione, ma semmai la "lente di ingrandimento" dei sottostanti problemi reali: i benefici dell'euro non essendo "manna dal cielo", ma dovendo essere meritati - se necessario⁸, con le opportune riforme che favoriscono l'integrazione-cum-specializzazione che caratterizza l'Unione economica. Si è dimostrata falsa la teoria (forse era solo speranza?) che la moneta comune rendendo più conveniente l'unione economica favorisse il successivo passaggio all'unione politica.

Il Rapporto dei 5 Presidenti è deludente soprattutto per la sua impostazione di fondo, che è quella - già vista in questi anni di crisi - di moltiplicare le occasioni di "coordinamento" rispetto a quelle di "specializzazione-cum-responsabilità" che sono invece tipiche dei sistemi federali più semplici ed efficienti. Per capirci con un esempio, è come se a Washington il Presidente degli Stati Uniti dovesse spesso prendere decisioni che interessano tutti gli americani "d'intesa" con i 50 Governatori... E ciò che vale per l'esecutivo, si ripetesse per ogni livello di governo (o di competenza), cioè per Parlamento e Parlamenti nazionali; per le diverse Autorità, e così via. Non a caso, non si parla mai di *integrazione*, ma solo di *convergenza*; non si parla di *sovranità comune*, ma solo di "*sovereignty sharing*". E la stessa *Banking Union* è definita solo come "a way to better protect taxpayers from the cost of bank rescue". Mentre il completamento dell'Unione finanziaria è realizzato con il progetto di una "Capital Markets Union" che sottolinea in modo assai chiaro che non si tratta di un "unico"

⁶ Questa nuova enfasi sulla valutazione accurata degli effetti economici permanenti delle auspicabili riforme strutturali spiega anche il nuovo interesse analitico sul tema da parte della BCE. Per un primo esempio di ricerca, si veda l'articolo "Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro", BCE, Bollettino Economico, 2/2015, pp. 63-67.

⁷ Completing Europe's Economic and Monetary Union, Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, European Commission.

⁸ Vedi il mio "Ancora una volta la Grecia insegna", Il Mulino, 2/2015, pp. 364-369.



mercato dei capitali, ma di una “unione” dei mercati dei capitali esistenti.

Il problema vero che non viene neppure oggi affrontato a livello ufficiale è dunque il seguente: la crisi greca ha dimostrato che l’UME come realizzata, e come realizzabile, era una costruzione fragile e poco utile. Per renderla più utile e più robusta, occorre quindi un progetto molto più ambizioso - seppure da realizzare con gradualità e in tempi non brevi, di integrazione tra cittadini e non solo di convergenza tra paesi. La delusione che ci viene dal *Rapporto dei 5 Presidenti*, è che per alcuni di questi aspetti, il precedente (2012) *Rapporto dei 4 Presidenti* era già un passo avanti⁹, ad esempio con la previsione di un “debito pubblico europeo” e con l’indicazione di una strategia di politica economica comune. Forse gli sforzi fatti per superare l’emergenza e i primi successi qui registrati, ci hanno già portato a dimenticare la gravità della crisi degli ultimi sei anni, e soprattutto le cause strutturali della stessa.

⁹ Vedi mio *Un’anima per l’Europa*, Il Mulino, Bologna, 2014, pp. 117-122.