

18 luglio 2013

## Il debito dell'Europa con se stessa. Analisi e riforma della governance europea di fronte alla crisi[1]

di Luca Fantacci e Andrea Papetti

Università Bocconi - Milano

**Abstract** La crisi dell'eurozona ha suscitato molteplici interventi che sono riusciti sinora ad evitare il tracollo, ma non a innescare la ripresa. In questo articolo passiamo in rassegna le principali misure, volte da un lato ad arginare gli effetti della crisi, soprattutto per mezzo di politiche monetarie espansive, e dall'altro ad attaccarne le presunte cause, in particolare attraverso l'irrigidimento delle politiche di bilancio. Mostriamo, poi, come la scarsa efficacia di tali rimedi dipenda da una diagnosi sbagliata, che imputa la crisi alla fragilità dei conti pubblici dei c.d. paesi periferici, senza riconoscere la radice del problema che sta negli squilibri dei conti esteri che dividono l'Europa fra creditori e debitori. Infine, proponiamo di creare presso la BCE (appoggiandosi al sistema Target2) una nuova fonte di finanziamento (Target3), ispirata alla Clearing Union di Keynes, destinata ad agevolare il riassorbimento di tali squilibri e il finanziamento dell'economia reale. The Eurozone crisis has prompted manifold countermeasures that have managed to avoid collapse, but not to generate recovery. In this article we review major actions undertaken, on one hand to contrast the effects of the crisis mostly through expansionary monetary policies, and on the other hand to cure the presumed causes particularly through more rigid fiscal discipline. We then argue that the low effectiveness of such remedies depends on a bad diagnosis, which imputes the crisis to fragile public finances in the so-called peripheral countries, without acknowledging the root of the problem lying in the external imbalances that divide Europe between creditors and debtors. Finally, we propose to endow the ECB (on the basis of the Target2 system) a new financial facility (Target3), modelled on Keynes's Clearing Union, and to be managed by the ECB, with the task of reabsorbing those imbalances and of financing the real economy.

*Unser Schuldbuch sey vernichtet!*

### 1. Introduzione

L'Europa si è avvitata in una crisi da cui non sembra capace di uscire. L'Europa non cresce. E non perché si sia smesso di produrre, ma perché si è smesso di vendere ciò che si produce. È il calo della domanda, e non innanzi tutto della capacità produttiva, a provocare perdite, licenziamenti e disoccupazione. D'altro canto, quanto più la disoccupazione persiste, tanto più si finiscono per perdere davvero capacità produttiva e competenze. Ma il problema è finanziario prima che reale. L'Europa è soffocata da debiti, pubblici e privati, sempre più difficili da pagare, o anche soltanto da rifinanziare. Sono questi debiti che hanno innescato la crisi e che continuano a rappresentare una zavorra per ogni tentativo di ripresa.

Le contromisure adottate finora, in effetti, hanno evitato il collasso, ma non sembrano in grado di segnare un deciso cambiamento di rotta verso il risanamento dell'economia europea. Manovre di espansione monetaria senza precedenti hanno ridato fiato, almeno temporaneamente, ai debitori in difficoltà. D'altro canto, le politiche di *austerità*, cui i piani di salvataggio sono stati subordinati, sono sempre più diffusamente accusate di avere depresso ulteriormente la domanda, con effetti controproducenti proprio sull'andamento di quel rapporto fra debito pubblico e PIL che si vorrebbe ridurre.<sup>[2]</sup>

Le risposte alla crisi non hanno soltanto aggravato la recessione delle economie europee, ma hanno esacerbato le fratture interne dell'Europa. Per i paesi a rischio d'insolvenza, primo fra tutti la Grecia, gli aiuti finanziari dell'Europa sono stati soggetti a condizioni estremamente onerose in termini economici e sociali. Mentre agli occhi dei creditori, quegli aiuti hanno potuto apparire come una forma di assistenza indebita, ancorché necessaria, a favore di paesi troppo prodighi.

Lo ha scritto recentemente l'*Economist* (2013): come una vecchia coppia disamorata, l'Europa è ormai tenuta assieme soltanto dai costi della separazione. Non è certo la migliore premessa per un'unione serena. Al contrario, la convivenza forzata non fa che esasperare gli animi. Crescono la diffidenza reciproca e lo spirito di rivalsa. I comportamenti devono essere regolati da norme sempre più intricate. I rapporti si contrattualizzano. I gradi di libertà si restringono. Una volta avviato il calcolo costi-benefici, arriva il momento in cui, a qualcuno se non a tutti, pare conveniente piuttosto separarsi.

Nella prima parte di questo lavoro, cerchiamo di mostrare come si sia arrivati a questo punto, passando in rassegna le principali contromisure adottate, a partire dalla scoppio della crisi (sezione 2).

Sta di fatto che, a dispetto degli appelli sempre più frequenti a rafforzare e accelerare il processo di unificazione, l'Unione Europea appare sempre meno unita. Lacerata da squilibri macroeconomici, tensioni politiche, nazionalismi montanti. Ma che cosa fa l'unità di un'Unione? Su quali basi si costruisce un progetto di federazione così ambizioso come quello che si proponeva di unire pacificamente popoli per secoli dilaniati dalla guerra? Nel processo d'integrazione europea un ruolo fondamentale e prioritario è stato assegnato all'unione economica e monetaria. Proprio questo fatto è spesso additato come il peccato originale dell'Europa unita: come si dice, si sarebbe unificata la moneta prima della politica; e, così facendo, si sarebbe partiti dalla dimensione più grezza e materiale, tralasciando la necessità di costruire l'unione su un piano più elevato, dei principi costituzionali e dell'identità culturale.

Tuttavia, a nostro avviso, non è questo l'errore. Il problema non è aver fatto la moneta, e nemmeno averla fatta troppo presto, ma averla concepita e fatta male. La moneta, propriamente intesa, non è affatto un oggetto di appropriazione che asseconda gli istinti più egoistici. Piuttosto, come insegna una nobile tradizione del pensiero europeo della moneta, da Aristotele a Keynes, la moneta è misura per gli scambi, mero intermediario e non ricchezza in sé, strumento per la comunicazione economica, e

addirittura segno di una dipendenza reciproca.[\[3\]](#)

Per questo, a ben vedere, ci sono buoni motivi per iniziare la costruzione di uno spazio economico condiviso partendo dalla moneta e dal credito. Non si dà una comunità di scambi senza moneta e senza credito. Ma occorre che siano fatti bene: occorre che la moneta circoli e che i debiti siano pagati. In termini tecnici, questo significa imporre che vi sia un tendenziale equilibrio della bilancia commerciale fra i paesi membri, in maniera tale che ciascun paese ceda una quantità di beni e servizi equivalente a quelli che riceve in cambio e la concorrenza fra paesi abbia per oggetto la capacità di ciascuno di offrire agli altri beni e servizi reali e non debiti e attività finanziarie.

Al contrario, l'Unione economica e monetaria è stata fatta in maniera tale da ammettere che sistematicamente la moneta non circoli e i debiti non siano pagati. Si è creata la Banca centrale europea (BCE) per dare all'Europa una sola moneta che potesse circolare indifferentemente in ogni paese dell'Unione. Invece, come si è visto negli ultimi mesi, la moneta emessa dalla BCE non circola alle medesime condizioni in ogni paese e in larga parte non circola affatto, giacché le banche, anziché prestarla, preferiscono ridepositarla presso la stessa BCE. Si è favorita la mobilità dei capitali, affinché i confini nazionali non costituissero un ostacolo né una distorsione nelle decisioni d'investimento. Invece, come pure la crisi ha mostrato, i capitali possono improvvisamente tornare a vedere i confini nazionali come limiti non valicabili se non a prezzo di premi sempre più alti.

Nella seconda parte dell'articolo, mostriamo come anche la scarsa efficacia delle misure adottate sinora dipenda da una rappresentazione sbagliata, che imputa la crisi alla fragilità dei conti pubblici dei c.d. paesi periferici, senza riconoscere la radice del problema che sta negli squilibri dei conti esteri che dividono l'Europa fra creditori e debitori (sezione 3).

Il problema non è europeo ma globale. Consiste, come si è altrove più diffusamente argomentato, in un regime monetario e finanziario in cui la moneta non è fatta per essere spesa e i debiti non sono fatti per essere pagati (Amato e Fantacci 2009, 2012). Non solo l'Europa, ma il mondo intero è diviso fra paesi creditori e paesi debitori. Certo, la divisione è più grave in un'area che pretende di chiamarsi una "Unione". Tuttavia, proprio le istituzioni comunitarie, opportunamente riformate, potrebbero offrire una via d'uscita dall'impasse. Se il problema non riguarda soltanto l'Europa, dall'Europa potrebbe venire un possibile modello di soluzione, da applicare in prima battuta agli squilibri intereuropei, ma suscettibile di essere esteso per affrontare anche gli squilibri globali.

Del resto, la storia europea non manca di esempi incoraggianti di "monete comuni" che hanno contribuito a intensificare gli scambi e a plasmare l'identità dell'Europa. E non occorre nemmeno risalire alla moneta immaginaria di Carlomagno, alle monete d'oro delle comunità mercantili medievali o alle lettere di cambio delle fiere rinascimentali. Basta tornare al secondo dopoguerra: negli stessi anni in cui vengono poste le basi del processo d'integrazione europea con la firma dei trattati istitutivi delle Comunità economiche, opera un organismo che consente di finanziare l'espansione e la liberalizzazione del commercio in Europa, evitando al contempo la creazione di squilibri persistenti. Si tratta dell'Unione europea dei pagamenti (UEP), una camera di compensazione che, fra il 1950 e il 1958, finanzia il 75 per cento degli scambi intereuropei, ponendo le basi del mercato unico e contribuendo in maniera decisiva alla ricostruzione e allo sviluppo nell'epoca dei miracoli economici.[\[4\]](#)

La UEP era anch'essa un'unione monetaria, sorta in un momento in cui le economie europee erano fortemente indebitate e non riuscivano a crescere. Il suo successo nel far ripartire gli scambi e gli investimenti in Europa fu dovuto a pochi semplici principi che la distinguono tuttavia nettamente dalla Unione economica e monetaria (UEM). Anche la UEP era dotata di una moneta unica, ma si trattava di una pura unità di conto non coniata: un euro ante litteram, ma diverso per le modalità di emissione e di

circolazione. L'euro è una merce che i paesi in deficit devono prendere a prestito dai paesi in surplus pagando un interesse; l'unità di conto della UEP era una semplice moneta scritturale, che poteva essere utilizzata soltanto per finanziare gli scambi fra paesi e non poteva essere comprata né venduta né tesaurizzata indefinitamente; per questo, era sempre disponibile in quantità commisurata alle esigenze dell'economia reale, circolava rapidamente ed evitava la creazione di squilibri persistenti.

Ricreare all'interno della UEM un'istituzione secondo il modello della UEP potrebbe consentire anche oggi, come allora, di uscire dall'impasse. Costituirebbe un modo per consentire all'Europa di tornare a crescere senza indulgere alla tentazione di un neomercantilismo su scala continentale e senza dover imboccare la strada dell'unificazione forzata a cui è stato dato il nome di "convergenza".

Nella parte conclusiva dell'articolo, illustriamo la nostra proposta che consiste nel creare presso la BCE una nuova fonte di finanziamento, ispirata alla UEP e alla Clearing Union di Keynes, volta ad agevolare il riassorbimento degli squilibri e il finanziamento dell'economia reale (sezione 4).

## **2. La *governance* economica europea di fronte alla crisi**

Come sta effettivamente reagendo l'Europa di fronte alla crisi? Quale nuova *governance* economica si sta configurando per l'UEM? A partire da maggio 2010, quando con procedura intergovernativa si è approvato un pacchetto di assistenza alla Grecia per 110 miliardi di euro, si è avviato in Europa un intenso cambiamento degli assetti istituzionali. L'insieme delle misure adottate può essere distinto a grandi linee in due ordini d'intervento: da un lato, vi sono i provvedimenti volti a promuovere il rientro dai debiti pregressi, e in particolare il risanamento delle finanze pubbliche, al fine di evitare che crisi analoghe possano ripetersi (*crisis prevention*); dall'altro, vi sono le misure volte ad arginare gli effetti più devastanti della crisi in corso (*crisis management*). Per quanto riguarda la *crisis prevention* e il coordinamento macroeconomico si è assistito a un rafforzamento dei meccanismi di controllo delle politiche nazionali di bilancio mediante l'irrigidimento (con il *Six-pack* e il *Two-pack*) e poi la costituzionalizzazione (con il *Fiscal Compact*) del Patto di Stabilità e Crescita (SGP – *Stability and Growth Pack*) e mediante l'istituzione del Semestre europeo. Per quanto invece concerne il *crisis management* si è assistito al progressivo venir meno del metodo comunitario a vantaggio di quello intergovernativo (mediante accordi internazionali extra-UE) e all'istituzione di nuovi organismi internazionali quali il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF – *European Financial Stability Facility*), e il suo successore, il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM – *European Stability Mechanism*); al contempo, si è sempre più rafforzato il ruolo della BCE, dapprima con il *Securities Market Program*, poi con le *Outright Monetary Transactions* e in generale con l'adozione di un tasso fisso con completa assegnazione (*fixed rate tender with full allotment*) nelle operazioni di rifinanziamento che è risultato particolarmente significativo in occasione delle *Longer-Term Refinancing Operations* (LTRO). Le singole misure sono descritte sommariamente qui di seguito.

### **2.1. *Crisis prevention* e coordinamento macroeconomico**

## *Il Semestre europeo*

Approvato nel settembre 2010, il Semestre europeo costituisce uno dei pilastri sui quali l'UE intende basare una nuova *governance* economica contro future crisi finanziarie. Si configura come un ciclo di procedure definite temporalmente in modo da permettere alle autorità europee d'influire direttamente sulle politiche economiche e sulle decisioni di bilancio dei singoli stati membri dell'UE a 27 già dalla fase di programmazione economica nazionale. Esso si configura dunque come uno strumento di controllo e coordinamento *ex-ante* con l'obiettivo di adeguare le decisioni nazionali agli obiettivi europei e, più in particolare, a quelli della strategia "Europa 2020". La prima versione del Semestre europeo è stata applicata nel 2011.[\[5\]](#)

A partire dal 13 dicembre 2011 il Semestre europeo è stato pienamente codificato all'interno del *Six-pack* con alcune modifiche, tra le quali la più importante è il coinvolgimento diretto del Parlamento Europeo che, con l'istituzione dell'*Economic Dialogue*, può intervenire nel Semestre praticamente in ogni momento (prima il suo ruolo era marginale). Con il *Two-pack* ci saranno ulteriori modifiche nel Semestre, con un ruolo sempre più invasivo delle autorità europee nella fase di formazione delle politiche fiscali nazionali e con la creazione di fatto di un Semestre separato dall'UE per l'area euro.

Al di là delle forme procedurali specifiche che assumerà, il Semestre europeo segna due importanti tendenze innovative: in primo luogo, si è creata la cosiddetta *ex ante guidance* delle autorità europee che così intervengono nella fase di formulazione delle politiche fiscali nazionali, non solo nella fase di risultato (*ex-post*) come avveniva prima; in secondo luogo, ci sono sempre più vincoli in capo a ogni singolo governo in merito al riconoscimento e all'esplicitazione delle conseguenze fiscali di ciascuna riforma strutturale mediante la presentazione congiunta dei Programmi Nazionali di Riforma (NRP – *National Reform Programmes*) e dei Programmi di Stabilità e Convergenza (SCP – *Stability and Convergence Programmes*) secondo un approccio integrato (*integrated approach*).

Il Semestre europeo nasce dunque come strumento per migliorare la coerenza temporale nella coordinazione delle politiche economiche europee nonché l'integrazione tra le aree di politica economica; tuttavia, si configura di fatto come uno strumento di guida e controllo delle autorità europee sulle economie dei singoli stati che sta nel tempo rafforzando la sua rigidità e che pone sempre più questioni di legittimità in merito al coinvolgimento di istituzioni democraticamente elette[\[6\]](#).

## *Il Six-pack*

Come dicevamo, la base giuridica del Semestre europeo è stata data, tardivamente, dal *Six-pack* che è in vigore dal 13 dicembre 2011 ed è costituito da cinque regolamenti e una direttiva. Quattro dei sei provvedimenti sono nell'area della politica fiscale, mentre i due rimanenti concernono la politica macroeconomica europea. Nell'insieme, i sei provvedimenti mirano a rinforzare l'SGP e ad evitare squilibri macroeconomici tra stati membri. Come è stato fatto notare[\[7\]](#) il *Six-pack* sarebbe sorto per superare i limiti dell'SGP che, nella sua formulazione originaria (regolamento n. 1466/97) era troppo rigido e pro-ciclico nella definizione delle regole e al tempo stesso troppo poco vincolante nella sua applicazione (come dimostrato nel 2005 quando l'SGP è stato riformato per renderlo meno "stupido", ovvero meno dipendente dal rigoroso rispetto della soglia del 3% nel rapporto deficit/PIL quando Germania e Francia l'avevano sfiorata). In effetti, il *Six-pack* risulta più flessibile e al contempo più vincolante della versione precedente dell'SGP grazie al rafforzamento del ruolo della Commissione, al maggior automatismo delle sanzioni, alla possibilità di deviazioni temporanee dall'obiettivo fiscale di medio termine in caso di grave recessione o circostanze straordinarie. Tuttavia, proprio poche settimane dopo la sua approvazione a livello comunitario, si è anche istituito un trattato a livello intergovernativo, il *Fiscal compact*, che vincola i paesi a costituzionalizzare il pareggio di bilancio: una forma di rigidità

discutibile, come vedremo.

Per quanto concerne i provvedimenti che più riguardano la politica fiscale, il *Six-pack* mantiene le soglie del 3% del PIL per il deficit e del 60% del PIL per il debito. Tuttavia, la Procedura per Deficit Eccessivo (EDP – *Excessive Deficit Procedure*) può ora attivarsi anche in riferimento al livello del debito e non solo a quello del deficit. Infatti, un paese membro dell'UE a 27 può entrare nell'EDP se ha un debito pubblico superiore al 60% del PIL la cui parte eccedente non stia diminuendo di almeno 1/20 all'anno, in media nell'arco di tre anni[8].

Il *Six-pack* introduce una maggiore focalizzazione sul miglioramento delle finanze pubbliche in termini strutturali. Ciò si concretizza con la definizione dell'Obiettivo (di bilancio) di Medio Termine (MTO – *Medium Term Objective*): un valore di riferimento specifico per ogni paese, aggiornato almeno ogni tre anni, verso cui tendere tanto più velocemente quanto più viene sforata la soglia del debito pubblico (60% del PIL). Tale valore si applica al disavanzo strutturale, ovvero corretto per l'impatto del ciclo economico e al netto di misure *una tantum* e temporanee. In presenza di una “deviazione significativa” dall'MTO, la Commissione può proporre una sanzione nella forma di un deposito fruttifero pari allo 0,2% del PIL. Un deposito non fruttifero pari allo 0,2% del PIL viene poi imposto al paese che sia nell'EDP nel caso in cui un deposito fruttifero sia già stato imposto precedentemente, o comunque in casi gravi. Se il paese non si adegua alle raccomandazioni della Commissione, tale deposito potrà essere convertito in una multa che può eccedere il valore del deposito stesso (fino a 0,5% del PIL)[9].

Dal lato dell'*enforcement*, il *Six-pack* introduce una novità importante. Le sanzioni citate, così come molte altre previste da questi nuovi regolamenti, sono ritenute approvate dal Consiglio a meno che una maggioranza qualificata di stati membri non le revochi (*Reverse Qualified Majority Voting*; RQMV). Si tratta di un meccanismo semi-automatico che permette di superare l'approvazione preventiva da parte del Consiglio, che ha sempre reso difficile se non impossibile l'applicazione di una qualsiasi sanzione a uno stato membro.

In questo quadro di limiti sovranazionali stringenti, il *Six-pack* mantiene una certa flessibilità per i tempi di crisi, in presenza di circostanze eccezionali come una “grave recessione economica”, ossia “un tasso di crescita negativo del volume annuo del PIL o [...] una diminuzione cumulata della produzione durante un periodo prolungato di crescita molto bassa del volume annuo del PIL rispetto alla crescita potenziale.”[10]. In presenza di tali circostanze[11], la Commissione e il Consiglio potrebbero decidere di non avviare l'EDP, o di concedere più tempo per le manovre correttive, anche in considerazione degli impegni di riforme strutturali adottate dai paesi. Nel 2012-13 Spagna, Portogallo, Grecia e Francia hanno beneficiato di tale flessibilità.

## Il *Two-pack*

Mentre il *Six-pack* veniva approvato, il 23 Novembre 2011 la Commissione europea proponeva due regolamenti (da cui *Two-pack*), approvati dal Consiglio europeo soltanto di recente, il 13 maggio 2013, allo scopo d'introdurre ulteriore coordinamento e vigilanza nel processo di formazione delle politiche fiscali nazionali esclusivamente per i paesi dell'area euro (in riferimento all'art. 136 del TFUE).

Con l'introduzione del *Two-pack* ogni anno entro il 15 ottobre ciascun paese dell'area euro dovrà presentare alla Commissione e all'Eurogruppo una bozza del piano di bilancio per l'anno successivo che la Commissione valuterà. Se la bozza non è conforme all'SGP (come modificato da *Six-pack* e *Fiscal compact*) e alle raccomandazioni enunciate in maggio/giugno durante il Semestre europeo, la Commissione potrà chiederne la riscrittura. Il *Two-pack* richiede inoltre l'istituzione di un organismo indipendente che monitori e faciliti l'applicazione delle regole di bilancio. Infine, un paese dell'area

euro che sia nell'EDP o abbia gravi squilibri macroeconomici per cui abbia fatto ricorso all'EFSF/ESM o ad altre forme di assistenza finanziaria dovrà aumentare il livello e la frequenza dei rapporti di monitoraggio da consegnare alla Commissione.

Con il *Two-pack* si è dunque voluto rafforzare ulteriormente il ruolo della Commissione che potrà così valutare e influenzare le politiche di bilancio dei paesi dell'eurozona praticamente in ogni fase di formazione e implementazione.

### Il *Fiscal Compact*

Il 2 marzo 2012, a pochi mesi di distanza dall'approvazione del *Six-pack*, 25 stati membri dell'UE, tutti tranne Regno Unito e la Repubblica Ceca, hanno sottoscritto un accordo intergovernativo (entrato in vigore il 1° gennaio 2013) intitolato "Trattato sulla Stabilità, sul Coordinamento e sulla *Governance* nell'Unione economica e monetaria" (TSCG), composto da un preambolo e 6 titoli il terzo dei quali, intitolato "Patto di bilancio" (*Fiscal Compact*), ne costituisce la parte più sostanziale. L'unica vera novità del *Fiscal Compact* è l'obbligo per i paesi contraenti di inserire il pareggio di bilancio a livello preferibilmente costituzionale o quasi costituzionale (come ha fatto l'Italia nell'aprile 2012). Pareggio di bilancio che si ritiene conseguito con un disavanzo strutturale annuo pari a quello definito nell'obiettivo di medio periodo (MTO), con un limite inferiore pari allo 0,5% del PIL (TSCG art. 3.1.b). Fanno eccezione i paesi che abbiano un debito pubblico significativamente inferiore al 60% del PIL, per i quali il disavanzo strutturale può raggiungere anche l'1% del PIL. La Corte di Giustizia Europea ha il diritto di imporre sanzioni (fino allo 0,1% del PIL) al paese che decidesse di non immettere il pareggio di bilancio nella legge nazionale. In generale, il *Fiscal Compact* tende a utilizzare, e in alcuni casi a estendere senza limiti o deroghe, le competenze delle istituzioni europee. Così, in riferimento al debito pubblico, il *Fiscal Compact* si limita a ribadire le regole del *Six-pack* (i paesi devono ridurre l'eccedenza del rapporto debito/PIL rispetto al 60% a un ritmo medio di 1/20 all'anno).

Il *Fiscal Compact* si configura dunque come un irrigidimento (costituzionalizzazione) della disciplina di bilancio. Resta tuttavia legittimo interrogarsi sulla necessità di un simile trattato, in relazione al *Six-pack*. Non sarebbe bastato quest'ultimo? Un'interpretazione condivisibile<sup>[12]</sup> è che con il *Fiscal compact* si è voluto dare un messaggio politico ai paesi "forti" come la Germania chiamati a sostenere le economie dei paesi "deboli" con strumenti come il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM). Non è un caso che solamente i paesi che abbiano accettato la disciplina del *Fiscal compact* possano richiedere l'assistenza dell'ESM. Inoltre, si è voluto dare un segnale di rassicurazione per i mercati finanziari, i quali costituiscono sempre più il "vincolo esterno" dell'Unione Europea e che dettano più o meno direttamente le riforme economiche e in particolare le politiche che vanno sotto l'appellativo di *austerity*.

Si può anche argomentare che il *Fiscal compact*, al contrario di una norma comunitaria, introduce una certa responsabilità politica in quanto induce ogni paese ad adottare un impegno di riforma dall'interno, senza imposizione diretta dall'esterno. Un impegno che per di più ha dignità strutturale, proteggendo i diritti delle generazioni future. Ma al di là di questa responsabilità politica, si può dire che gli impegni di politica economica indotti dal *Fiscal compact* permettano un certo margine di autonomia atto a garantire l'adozione di misure anticicliche? Per rispondere va analizzato il concetto di strutturalità insito nel trattato e le aperture possibili alla c.d. *golden rule*.

### La *golden rule*

Fughiamo subito una possibile incomprensione lessicale. Spesso con *golden rule* si intende la nuova regola di pareggio di bilancio introdotta dal *Fiscal compact* (vista sopra) che tiene conto di variazioni fiscali dovute a cambiamenti ciclici nell'economia, cioè applicata al disavanzo strutturale. La *golden rule* che qui invece consideriamo, e che animerà le prossime negoziazioni degli stati con Bruxelles, riguarda la possibilità di non contabilizzare nel disavanzo (ai fini del rispetto dei parametri europei) una parte o l'intero della spesa pubblica per investimenti. Questa possibilità sembra essere legittimata dall'art. 126(3) TFUE che prevede tra i fattori di valutazione cui la Commissione deve fare riferimento nella fase che precede l'avvio dell'EDP "la differenza tra il disavanzo pubblico e la spesa pubblica per gli investimenti" oltre ad "altri fattori significativi" tra i quali il *Six-pack* (regolamento 1177/2011) nomina "il livello del saldo primario e l'evoluzione della spesa primaria corrente e in conto capitale".

L'applicazione della *golden rule* permetterebbe di differenziare la spesa pubblica in base a valutazioni di qualità, in modo da non penalizzare certi investimenti pubblici che, specialmente in un momento di crisi, sembrano essenziali per l'economia di un paese e che finora sono stati bloccati dall'applicazione dei limiti europei, come ad esempio i pagamenti dei debiti commerciali delle pubbliche amministrazioni o un insieme circoscritto di investimenti infrastrutturali (Ministero dell'Economia e delle Finanze 2013). La *golden rule* è abbastanza ambiziosa in quanto vuole identificare investimenti pubblici che non "spiazzino" gli investimenti privati e anzi, li incentivino. L'auspicio è che gli investimenti pubblici si "autofinanzino", generando il gettito fiscale necessario per ripagare il debito che è servito per finanziarli. È importante, per mantenere un certo grado di autonomia delle politiche economiche nazionali (e per non screditare indistintamente ciò che proviene dal pubblico), che la *golden rule* venga approvata in sede europea. Riteniamo inoltre che il principio sottostante alla *golden rule*, ovvero l'idea che sia necessario un certo "controllo di qualità" della spesa pubblica, possa essere generalizzato prevedendo diversi "pesi" a seconda della qualità dell'investimento pubblico[13]. Le spese che rientrano nella *golden rule* si configurerebbero in tale contesto come un caso estremo con peso pari a zero nel computo del disavanzo[14].

Benché non ci sia stata ancora un'applicazione effettiva della *golden rule*, il Consiglio sembra mantenere una certa apertura al riguardo, anche a fronte di forti dubbi della Commissione che si era espressa negativamente[15]. Nella conclusione del 5 marzo 2013 il Consiglio ha sottolineato che "nel pieno rispetto del patto di stabilità e crescita, le possibilità offerte dal quadro di bilancio esistente dell'UE per equilibrare la necessità di investimenti pubblici produttivi con gli obiettivi della disciplina di bilancio potranno essere sfruttate nel braccio preventivo[16] del patto stesso"[17][18]. Tale conclusione del Consiglio, che rimanda alla nozione di "risanamento di bilancio differenziato e favorevole alla crescita", sembra dunque suggerire che quei paesi che riescano a mantenere il disavanzo annuo al di sotto della soglia del 3% del PIL potranno usufruire di una valutazione maggiormente flessibile da parte della Commissione fino a prevedere un'applicazione della *golden rule*.

Se così effettivamente fosse, si aprirebbe la strada per un nuovo tipo di flessibilità. Se finora la maggior parte della flessibilità data dal *Six-pack* è consistita nel concedere a paesi evidentemente in difficoltà, come Spagna, Portogallo, Grecia e più recentemente Francia, più tempo per rientrare negli obiettivi sul disavanzo, l'applicazione della *golden rule* permetterebbe a paesi che "si sono comportati bene" (disavanzo minore del 3% del PIL) di scorporare dal computo del disavanzo le spese per investimenti pubblici produttivi. Resta dunque da chiedersi se, nel quadro di queste regole, a un paese convenga chiedere qualche anno in più per stare in purgatorio, per stare cioè in una situazione in cui si ha un disavanzo eccessivo che si è comunque tenuti a ridurre ma su un arco temporale più ampio (dunque senza poter di fatto aumentare la spesa pubblica); o se invece a un paese convenga fare sforzi iniziali di rientro del disavanzo per poi poter entrare in paradiso e usufruire della *golden rule*, potendo così aumentare di fatto la spesa pubblica per scopi prettamente produttivi. In definitiva, è meglio fare come la Francia (che ha di recente avuto una proroga fino al 2015 per far scendere il disavanzo sul PIL al 3%, previsto al 3,9% nel 2013) o come l'Italia (il cui rapporto disavanzo/PIL previsto al 2,9% nel 2013



permette di trattare con Bruxelles l'applicazione della *golden rule*)?

È difficile quantificare economicamente questo *trade-off*. Certo, avere gradi di libertà in più sulla spesa pubblica è un vantaggio. In tal senso il modello italiano sembrerebbe migliore. E tuttavia bisognerebbe chiedersi a quale prezzo si è raggiunta tale libertà, benché non sia ancora certo che si potrà esercitare[19]. Da quando l'Italia è entrata nell'EDP, nel dicembre 2009, la pressione fiscale ha raggiunto il 45% del PIL in modo da assecondare la prescrizione di ridurre il disavanzo sul PIL dello 0,5% all'anno per scendere sotto il 3% nel 2012. La prescrizione si basava su prospettive di crescita del PIL ottimistiche. Al contrario di quanto previsto, il PIL italiano nei sei anni dal 2008 al 2013 è diminuito di 8,3 punti percentuali[20]. Quale parte di questa diminuzione è stata determinata dall'*austerità*, posto che ormai è conclamato che essa sia una causa di quel risultato? Quella parte potrà esser più che compensata da una crescita futura sospinta dai nuovi "investimenti pubblici produttivi"? La Francia negli stessi sei anni ha registrato una crescita (se pur modesta) del PIL di 0,10 punti percentuali. Migliorerebbe la prospettiva di crescita se, invece di posticipare il rientro dalla procedura per disavanzo eccessivo al 2015, la Francia decidesse di ridurre drasticamente il disavanzo in modo da poter liberare risorse per gli investimenti pubblici?

Porsi queste domande ha senso per chi debba agire in un ambito di regole già date. Chi invece si trovi a dover definire le regole dovrebbe chiedersi in base a quale principio si debba porre un paese di fronte a scelte simili. Cioè, in base a quale principio si dovrebbe rinunciare a investimenti pubblici produttivi per rispettare una soglia nel rapporto disavanzo/PIL fissata arbitrariamente al 3%? Da un punto di vista teorico, ovvero se quegli investimenti pubblici fossero effettivamente produttivi e non implicassero uno "spiazzamento" degli investimenti privati (come è lecito supporre oggi data la "fase del ciclo", se di ciclo si vuol parlare), non c'è alcuna logica economica che ci spinga a credere che quegli investimenti vadano bloccati. Al contrario, nella misura in cui contribuiscano a una crescita del PIL, potrebbero addirittura agevolare il rientro dal deficit eccessivo. Rimane dunque da chiedersi quali siano le motivazioni che spingono gli addetti ai lavori a dettare quelle regole e se tali motivazioni non siano prive di una *ratio*. D'altro canto la crisi europea, per come si è configurata (una crisi di bilancia dei pagamenti all'interno dell'unione), segna con forza la crisi di un modo d'intendere la *governance* europea, tutta incentrata sulle finanze pubbliche, che comunque continua a riaffiorare. Le misure che fin qui abbiamo provato a descrivere rappresentano in realtà solo raffinamenti e rilanci di un modo d'intendere la *governance* che è andato in crisi. Tuttavia la crisi sembra aver scalfito il pensiero di coloro che sono chiamati a dettar legge per indurli a correggere almeno in parte il tiro con misure veramente nuove. Quali sono le vere novità nella *governance* europea? Per rispondere dobbiamo affrontare i due regolamenti del *Six-pack* che finora non abbiamo analizzato e che riguardano il coordinamento delle politiche macroeconomiche tra stati membri.

### *Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP)*

Il passo più innovativo delle autorità europee che segna, almeno formalmente, un cambio di paradigma nella *governance* europea è costituito dall'istituzione della Procedura per gli Squilibri Macroeconomici (MIP). La base legale è data da due regolamenti del *Six-pack* (1176/2011; 1174/2011) che identificano le due "braccia" della procedura:

(i) Il "braccio preventivo" consta di due fasi. La prima fase è costituita dal "meccanismo di allerta" in cui la Commissione ogni anno (in fase di avvio del Semestre europeo) pubblica un *Alert Mechanism Report* (AMR) sulla base di un "tabellone segnapunti" (*scoreboard*) [21] composto da dieci indicatori che definiscono soglie di allarme per alcune importanti variabili macroeconomiche prese in riferimento a ogni singolo stato membro. Lo scopo è di identificare i paesi membri i cui rischi potenziali richiedano una maggiore analisi. Nella seconda fase, sulla base dell'AMR (discusso anche da Consiglio ed

Eurogruppo), la Commissione decide quali paesi abbiano bisogno di una “revisione approfondita” (IDR – *In-Depth Review*) volta a identificare le cause, la natura e la gravità degli squilibri macroeconomici nazionali tenendo conto dei programmi nazionali di stabilità/convergenza/riforma e delle raccomandazioni del Consiglio e dell’ESRB (*European Systemic Risk Board*)[22]. In base a tale revisione, la Commissione stabilisce se esista o meno uno squilibrio macroeconomico. Nel caso in cui lo squilibrio sia valutato eccessivo la Commissione avvia la Procedura per Squilibrio Eccessivo (EIP – *Excessive Imbalance Procedure*): una nuova procedura aggiuntiva a quella per disavanzo eccessivo (EDP) e che avvia la fase “correttiva” del MIP.

(ii) Il “braccio correttivo” può essere applicato solamente ai paesi dell’area euro e prevede che, una volta avviata la Procedura per Squilibrio Eccessivo (EIP), il paese in questione presenti un Piano d’Azione Correttiva (CAP – *Corrective Action Plan*) con una *roadmap* per l’implementazione delle politiche economiche di aggiustamento. A seconda che il CAP e le politiche implementate siano ritenuti sufficienti o meno, sono previste sanzioni che la Commissione può imporre sulla base del voto con “*reverse majority*” (RQMV) e che possono raggiungere lo 0,1% del PIL del paese soggetto alla procedura, dapprima sottoforma di deposito fruttifero e in seguito, in caso di inottemperanza, come vera e propria multa.

L’introduzione del MIP è una novità importante perché segna il riconoscimento, benché paurosamente tardivo, che gli squilibri macroeconomici sia del settore pubblico sia di quello privato di ogni singolo stato membro devono essere monitorati con particolare riferimento al loro impatto sui saldi esteri di ciascun paese. Si riconosce per la prima volta che “squilibri economici persistenti, riflessi in ampi e persistenti deficit e surplus esteri, sostenute perdite di competitività, e l’accumulo di indebitamento, sono stati una parte integrante della crisi economica il cui odierno aggiustamento modella il paesaggio economico [europeo]”[23].

Mediante il MIP le autorità europee designano per la prima volta soglie di riferimento per variabili del settore privato di ogni paese. Tali soglie di riferimento[24] sono contenute nello *scoreboard*, un sistema di monitoraggio e di correzione degli squilibri posto ad “*espiazione*” del cosiddetto “peccato originale”[25] del Trattato di Maastricht, ovvero quello di non aver considerato come oggetto di monitoraggio o limitazione alcune variabili del settore privato prese a livello nazionale, come le partite correnti o il debito privato. I dieci indicatori contenuti nello *scoreboard* sono i seguenti[26]:

- (1) La media mobile su tre anni delle partite correnti come percentuale del PIL, con una soglia pari a +6% e -4% del PIL;
- (2) la posizione finanziaria netta sull’estero, con una soglia di -35% del PIL;
- (3) la variazione percentuale sugli ultimi cinque anni della quota di mercato delle esportazioni, con una soglia del -6%;
- (4) la variazione percentuale sugli ultimi tre anni del costo unitario del lavoro in termini nominali, con soglie del +9% per paesi dell’area euro e +12% per paesi non dell’area euro;
- (5) la variazione percentuale del tasso di cambio effettivo reale, basato sui prezzi al consumo (HICP/CPI *deflators*), riferiti a 35 paesi industrializzati, con soglie di -/+ 5% per i paesi dell’area euro e -/+ 11% per paesi non dell’area euro;
- (6) il rapporto tra debito privato e PIL, con una soglia del 160%;
- (7) il rapporto tra flusso di credito erogato dal settore privato e PIL, con una soglia del 15%;

- (8) lo scarto tra variazione dei prezzi delle case e dell'indice dei prezzi al consumo (*Eurostat consumption deflator*), con una soglia del 6%;
- (9) il rapporto tra debito pubblico e PIL, con una soglia del 60%;
- (10) la media mobile su tre anni del tasso di disoccupazione, con una soglia del 10%.

Nell'*Alert Mechanism Report* (AMR) la Commissione pubblica lo *scoreboard* per ogni paese: una vera e propria pagella che i tecnici delle autorità europee consegnano ai singoli stati. L'ultimo AMR è stato pubblicato il 28 Novembre 2012[27] e sulla base di esso sono state fatte delle "revisioni approfondite" (IDR) il cui esito è stato pubblicato il 10 aprile 2013[28] avviando la procedura per squilibrio eccessivo (EIP) in due paesi: Spagna e Slovenia[29].

Guardando lo *scoreboard*, la novità più importante è che finalmente si stabiliscono soglie quantitative per i saldi esteri di ciascun paese (riconoscendo quindi di fatto la crisi delle bilance dei pagamenti), benché l'"estero" in questione non sia l'Europa, bensì il mondo, negando così in principio la natura intraeuropea degli squilibri. Una novità degna di nota è l'utilizzo di una certa (minima) simmetria in base alla quale si riconosce che sia i paesi in deficit (il Sud Europa) sia quelli in surplus (il Nord Europa) hanno (dovrebbero avere) l'onere dell'aggiustamento macroeconomico, benché con pesi diversi. Il caso più chiaro è dato della soglia sulle partite correnti: soglia (1). La Commissione parla di "simmetria intelligente"[30] in base alla quale un paese può avere un surplus delle partite correnti, in media nell'arco di tre anni, non superiore al 6% del PIL; il deficit delle partite correnti invece non può sfiorare -4%. Consideriamo più da vicino questa soglia che risulta cruciale per capire l'approccio ibrido e confuso della Commissione.

L'"intelligenza" della simmetria, ovvero la previsione di una soglia più permissiva per il paese in surplus, risponde all'idea per cui i deficit sarebbero più dannosi alla stabilità rispetto ai surplus. Si tratta, tuttavia, di un'affermazione che assume un significato completamente diverso se riferita ai saldi della bilancia commerciale di un paese con il resto dell'eurozona o con il resto del mondo. Infatti, se la soglia si riferisse unicamente ai saldi intraeuropei, sarebbe un'affermazione falsa: i surplus sarebbero altrettanto dannosi dei deficit. Se si riferisse unicamente ai saldi con il resto del mondo, sarebbe un *understatement*: in tal caso, i deficit sono forse ancor più dannosi, ma i surplus danneggerebbero semmai altri paesi fuori dall'eurozona. Siccome invece si riferisce a saldi ibridi, non è possibile dire se sia vera o se sia falsa.

Un'altra riserva riguarda l'esclusiva concentrazione sui flussi e non sugli stock. Un paese dunque potrebbe continuare ad accumulare surplus o deficit da un anno con l'altro, purché si mantenga al di sotto delle soglie del 6% e del 4%. Col tempo potrebbero accumularsi cifre mostruose senza far scattare la soglia. In effetti, se si considerano i valori cumulati delle partite correnti (aggiornati al terzo trimestre 2012) a partire dalla nascita dell'euro (1999) risulta che i paesi in surplus (Germania, Paesi Bassi, Lussemburgo, Finlandia) hanno accumulato complessivamente circa 1833 miliardi di euro in surplus (dei quali la Germania conta per circa il 70% con un valore di circa 1275 miliardi di euro), mentre i paesi in deficit (i PIIGS) hanno avuto un saldo cumulato negativo corrispondente a circa 1395 miliardi di euro[31]. Se si fossero applicate le soglie sulle partite correnti a tali anni gli squilibri per i singoli paesi non sarebbero stati probabilmente valutati eccessivi. La Germania, ad esempio, ha raggiunto i livelli più alti nel 2008 e nel 2009 con un indicatore sulle partite correnti pari a 6,6% e 6,5% rispettivamente[32]: un piccolo sfioramento della soglia del 6%[33]. E la Germania è il paese che ha registrato lo squilibrio più grande in valori cumulati dalla nascita dell'euro, come abbiamo visto sopra.

Bisogna concludere che la soglia sulle partite correnti non può evitare che si accumulino squilibri commerciali intraeuropei al pari di quelli rivelatisi insostenibili dalla nascita dell'euro ad oggi. E anche quando la Commissione considera la soglia sul debito privato, la variabile stock che potrebbe mitigare

l'inesattezza della soglia sulle partite correnti se valutate in termini cumulati, la soglia posta al 160% del PIL sembra troppo lasca secondo le ultime autorevoli stime del FMI (Arcand *et al.* 2012)[34] che ritengono corretta una soglia del 100% di PIL per evitare effetti negativi sulla crescita. Posta così la soglia non solo non è vincolante ma non può servire nemmeno come criterio guida per l'“identificazione anticipata degli squilibri” (scopo degli indicatori dello *scoreboard* come dichiarato più volte dalla Commissione). In tal modo i capitali privati possono ancora affluire indistintamente e in massa dai paesi in surplus ai paesi in deficit (e con la stessa facilità defluire). Proprio come è già successo!

Ma anche qui, come per il debito pubblico, non si tratta probabilmente di stabilire soglie generali, che comunque vanno considerate come criteri guida, campanelli d'allarme, non certo come parametri cui forzatamente convergere[35]. Si tratterebbe piuttosto di saper valutare la sostenibilità del debito per ciascun paese nella sua singolarità marcando precisamente il confine tra liquidità e solvibilità per poi eventualmente stabilire criteri guida, soglie[36]. Ma quest'opera di discernimento e di confinamento è, oggi, verosimilmente impossibile. Poiché la relazione debitore-creditore si basa sul principio della liquidità, ovvero sulla “interscambiabilità tra titoli e denaro”, la solvibilità di un debitore non sarà basata sulla sua effettiva *capacità* di ripagare il debito, ma sulla sua *possibilità* di garantire la scambiabilità dei propri titoli di debito sul mercato finanziario, ossia sulla disponibilità a comprare da parte di un mercato il cui sentimento è basato sulla continua riformulazione di aspettative di breve periodo e sulla fondamentale mancanza d'interesse per le condizioni di lungo periodo[37]. È anche per questo che c'è bisogno di un modo diverso di concepire le relazioni finanziarie, distinguendo movimenti speculativi e prestiti a sostegno degli scambi e degli investimenti, come proviamo a fare nella proposta di riforma alla fine di questo lavoro.

Ne consegue che il MIP, per come è configurato, è destinato a operare in uno stato di crisi più che in uno di *crisis prevention*.

Infine, al di là dello *scoreboard*, l'impostazione del MIP deve essere ancora trasformata, soprattutto in vista di un effettivo coordinamento delle politiche economiche tra stati membri. L'impostazione del MIP oggi è sbagliata perché basa il coordinamento unicamente sulla tempistica delle fasi procedurali, in modo da identificare nello stesso momento e con la medesima procedura chi si è comportato bene e chi si è comportato male. Ma qui il coordinamento si esaurisce perché i paesi in deficit sono forzati a fare politiche correttive, mentre i paesi in surplus sono di fatto esonerati. Un'impostazione quanto meno ingenua perché finisce con il “bollare” alcuni paesi come unici responsabili degli squilibri senza valutare quale situazione sarebbe migliore per l'Unione Europea nel suo insieme e in quale modo tutti i paesi, compresi i creditori, possano contribuire a conseguirla. Un'impostazione che deriva, ancora una volta, dall'incapacità di avere un approccio simmetrico che riconosca la cooperazione tra debitori e creditori quale preconditione necessaria al benessere dell'Unione Europea. Il MIP per come è oggi costituito non esercita la pressione sufficiente per rendere anche i paesi in surplus (con uno squilibrio della bilancia dei pagamenti positivo) partecipi del necessario aggiustamento macroeconomico all'interno dell'UEM.

## **2.2. Crisis management e politica monetaria**

Le misure di gestione della crisi sono state dettate dall'intento di arginarne gli effetti potenzialmente più devastanti e di evitare il contagio, rifinanziando i debitori in difficoltà, in particolare le banche e gli stati. Tali misure consistono essenzialmente nell'allargamento degli strumenti di politica monetaria adottati dalla BCE e nell'istituzione di nuovi organismi appositamente deputati a intervenire in caso di crisi

(prima l'EFSF e poi l'ESM).

Prima di passare in rassegna i nuovi strumenti d'intervento di cui si è dotata la BCE, è bene ricordare il quadro all'interno del quale s'iscrive la sua azione. Innanzitutto, a differenza di ogni altra banca centrale, la BCE esercita l'autorità monetaria su una pluralità di stati indipendenti: le politiche, decise dalla BCE, sono poi attuate dalle singole Banche centrali nazionali. A tutela della sua autonomia, la BCE non può finanziare i deficit dei paesi membri dell'Unione monetaria attraverso l'acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato primario (art. 123 TFUE). Un'ulteriore peculiarità che distingue la BCE da molte altre banche centrali, e in particolare dalla Fed, è che, per statuto, la BCE non ha il mandato di perseguire la piena occupazione, bensì unicamente di tenere sotto controllo l'inflazione. È opportuno, inoltre, ricordare che il sistema finanziario europeo è basato prevalentemente sulle banche che coprono oltre il 70% del fabbisogno finanziario delle imprese, a differenza del sistema finanziario anglosassone, in cui la medesima percentuale di finanziamenti è veicolata dal mercato (Cour-Thimann e Winkler, 2013: 7-8).

In coerenza con tale quadro di riferimento, gli interventi straordinari della BCE prendono la forma di prestiti alle banche contro garanzie, e non di acquisti di titoli sul mercato. Inoltre, essi sono volti non a sostenere l'attività economica, bensì a rendere più efficace la politica monetaria e, in tal senso, svolgono una funzione complementare, e non sostitutiva, rispetto alla manovra del tasso di sconto (Cour-Thimann e Winkler, 2013, 2013: 4). D'altro canto, secondo un'espressa decisione della BCE del 14 maggio 2010[38], "solo mercati correttamente funzionanti ed efficienti possono assicurare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria dell'Eurosistema" (Napolitano e Perassi, 2013: 45). Sulla base di tale motivazione, come si vedrà, la BCE ha elaborato anche strumenti di intervento diretto sul mercato, per contrastare, ove necessario, le disfunzioni di singoli segmenti di mercato che possano pregiudicare la trasmissione delle decisioni di politica monetaria.[39]

Il graduale ampliamento delle competenze della BCE è resa evidente anche soltanto da una sommaria cronologia degli interventi straordinari che si sono susseguiti a partire dallo scoppio della crisi nell'estate del 2007. Possiamo distinguere cinque fasi.

*i) Agosto 2007 – settembre 2008.* Lo scoppio della bolla dei mutui *subprime* cartolarizzati ha creato incertezza sulla solidità delle banche e conseguenti tensioni sul mercato interbancario. La BCE ha risposto con la fornitura illimitata di liquidità a breve termine (*overnight*), l'allungamento delle operazioni di rifinanziamento da 3 a 6 mesi, la piena soddisfazione delle richieste di rifinanziamento e l'apertura di linee temporanee di *swap* con altre banche centrali per la fornitura di valuta estera (Cour-Thimann e Winkler, 2013: 10).

*ii) Ottobre 2008 – fine 2009.* Dopo il fallimento Lehman, però, queste misure si sono rivelate insufficienti e la situazione è diventata ancora più critica. Si è assistito al congelamento del mercato interbancario e all'accumulazione di liquidità da parte delle banche: nel timore che la controparte potesse risultare insolubile, le banche non erano disposte nemmeno a prestarsi il denaro a vicenda a brevissima scadenza, come normalmente avviene sul mercato interbancario. D'altro canto, non potendo più contare sull'offerta di liquidità sul mercato interbancario, ogni banca era anche indotta ad accumulare quanta più liquidità possibile per far fronte alle proprie esigenze di tesoreria. Inevitabilmente, le difficoltà delle banche hanno portato a una riduzione del credito alle imprese e alla minaccia di una grave stretta creditizia a dispetto di ogni tentativo della BCE di imprimere una spinta espansiva. Il rischio di una sostanziale inefficacia della politica monetaria è diventato concreto. Perciò, la BCE è stata costretta a ricorrere a misure ancor più estreme.

Innanzitutto, ha operato una drastica riduzione dei tassi di rifinanziamento, di concerto con le altre banche centrali, fino all'1%, che costituiva il minimo storico per gran parte dei paesi membri. Ma soprattutto ha cambiato le regole di accesso al rifinanziamento: fino a quel momento, la BCE decideva

l'ammontare di denaro da rendere disponibile alle banche per le operazioni di rifinanziamento e fissava un tasso di riferimento che funzionava da base d'asta per l'assegnazione dei fondi disponibili. Per far fronte alle esigenze di liquidità delle banche dovute al prosciugamento del mercato interbancario, la BCE ha deciso di rendere disponibili quantità illimitate di denaro al tasso d'interesse prefissato (*fixed-rate full allotment*). Al contempo, la BCE ha rafforzato misure già prese in precedenza, ampliando la gamma di titoli accettati in garanzia per le operazioni di rifinanziamento e allungando fino a 12 mesi le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*LTRO – Longer-Term Refinancing Operation*). Infine, cambiando ancor più il proprio modo di operare, la BCE ha iniziato a emettere denaro direttamente sul mercato, inaugurando il programma di acquisto di obbligazioni garantite (*CBPP – Covered Bond Purchase Programme*). Va sottolineato che mediante l'introduzione del *fixed-rate full allotment* (15 ottobre 2008) la BCE ha esplicitamente smesso di fissare la base monetaria lasciando così che sia determinata dalle proprie controparti[40].

*iii) Gennaio 2010 – inizio 2011.* A inizio 2010 sono emersi timori per una possibile insolvenza della Grecia e per un eventuale contagio capace di estendersi a Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia. La vendita massiccia dei titoli del debito pubblico di tali paesi ha portato a un aumento repentino degli spread che si è tradotto in un aumento dei tassi d'interesse anche per il settore privato. Infatti, le banche hanno dovuto far fronte non soltanto alle perdite di bilancio sui titoli di stato tenuti in portafoglio, ma anche alle difficoltà crescenti di accesso al rifinanziamento presso la banca centrale per la diminuzione del valore dei titoli offerti in garanzia. Tutto questo si è tradotto, ancora una volta, in una riduzione del credito alle imprese e nell'interruzione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

La BCE ha risposto con la predisposizione del programma per i mercati finanziari (*SMP – Securities Markets Programme*) che prevedeva l'acquisto diretto di titoli privati e pubblici (sul mercato secondario) da parte della BCE[41]. È sulla base di tale programma che la BCE ha iniziato ad acquistare i titoli del debito greco sul mercato secondario (Napolitano e Perassi, 2013: 43). Nel frattempo, la BCE ha continuato a facilitare l'accesso al rifinanziamento per le banche, attraverso ulteriori allungamenti delle scadenze e allargamenti della gamma di titoli offerti in garanzia. All'intervento diretto della BCE si è aggiunta, poi, la creazione di un'istituzione ad hoc con l'annuncio della costituzione del *EFSSF, European Financial Stability Facility*, attraverso la quale i paesi membri si offrono mutua assistenza in cambio di programmi di aggiustamento fiscale e macroeconomico.

*(iv) Estate 2011 – fine 2012.* Nell'estate del 2011, l'indebolimento dei bilanci delle banche dell'eurozona e l'incapacità degli stati di offrire adeguato supporto hanno portato all'aumento degli spread anche in paesi del centro quali Francia, Belgio e Austria. Le quotazioni azionarie delle banche sono crollate fino al 70% in un anno. Disgraziatamente, questo ha coinciso con la necessità di ricapitalizzare le banche europee a causa dell'aumento dei requisiti imposti dall'Autorità bancaria europea (EBA). Alle tensioni sul mercato interbancario si sono aggiunti repentini movimenti di capitali da un paese all'altro dell'eurozona, attraverso mancati rinnovi di prestiti e trasferimenti di depositi. Il sistema monetario e creditizio europeo è risultato estremamente frammentato.

Per scongiurare il rischio di diffuse insolvenze delle banche, la BCE ha messo in atto due LTRO a tre anni, allungandone ancora una volta la scadenza rispetto al precedente limite di 12 mesi. Avendo fissato per tali operazioni un tasso d'interesse molto basso (1 per cento) e avendo adottato il metodo del *fixed-rate full allotment* che accorda alle banche tutta la liquidità di cui fanno richiesta al tasso prefissato, la BCE ha registrato una richiesta complessiva di circa 1000 miliardi di euro. Naturalmente ciò ha richiesto un ulteriore ampliamento della gamma delle garanzie accettate dalla BCE e una diversificazione dei loro criteri di valutazione. La domanda di liquidità a medio termine delle banche europee è stata, così, interamente soddisfatta, nonostante le difficoltà persistenti a ottenere liquidità sul mercato interbancario. Anzi, le banche hanno approfittato dell'offerta generosa della BCE per chiedere più liquidità di quanta gliene occorresse. Infatti, la maggioranza dei soldi presi a prestito con le LTRO è stata ridepositata presso la BCE a un tasso d'interesse inferiore: evidentemente, le banche sono disposte

non soltanto a guadagnare poco, ma addirittura a pagare, pur di tenere le proprie attività sotto forma di riserve presso la banca centrale, piuttosto che avventurarle in qualche forma di investimento con il rischio di perdite ancora maggiori. La preferenza per la liquidità delle banche rende poco efficace anche un secondo provvedimento della BCE, ossia la riduzione da 2 a 1% delle riserve obbligatorie: nell'attuale clima di forte incertezza, ciò che toglie il denaro dalla circolazione non sono le riserve obbligatorie, bensì le riserve volontarie.

Un cambiamento ancor più radicale nella politica monetaria della BCE si è avuto con l'introduzione delle operazioni definitive monetarie (*OMT – Outright Monetary Transactions*) in sostituzione del programma per i mercati finanziari (*SMP*). Attraverso le *OMT*, la BCE acquista titoli del debito pubblico sul mercato e non si limita ad accettarli in garanzia di prestiti concessi alle banche. Le *OMT* sono legittimate dall'obiettivo di assicurare l'effettiva e uniforme trasmissione della politica monetaria della BCE a tutti i paesi dell'Unione. Una serie di limitazioni sono introdotte per evitare che, attraverso le *OMT*, la BCE possa contravvenire al divieto di finanziare i deficit dei paesi membri dell'Unione monetaria. Innanzitutto, le *OMT* sono effettuate soltanto sul mercato secondario: la BCE non dà denaro agli stati, bensì agli investitori, in vista del ripristino della liquidità dei titoli (Napolitano e Perassi, 2013: 44). Inoltre, le *OMT* sono limitate ai titoli pubblici a breve scadenza (1-3 anni). Soprattutto, però, si è stabilito che l'acquisto dei titoli di uno stato membro da parte della BCE possa avvenire soltanto a condizione che lo stato in questione abbia richiesto gli aiuti dell'ESM e sia soggetto, quindi, a un regime esplicito e rigoroso di disciplina fiscale (Cour-Thimann e Winkler, 2013: 5). Non solo: la prosecuzione delle operazioni è subordinata al pieno rispetto da parte del paese beneficiario degli impegni presi nel quadro di un'apposita dichiarazione d'intenti (*MOU – Memorandum of Understanding*), mentre alla definizione delle condizioni e al monitoraggio del programma concorre anche il Fondo monetario internazionale. Al contempo, la BCE s'impegna a comunicare periodicamente l'importo e la ripartizione delle *OMT* effettuate, in modo tale da assicurare che le operazioni siano effettuate in modo trasparente e nel pieno rispetto dei criteri stabiliti (Napolitano e Perassi, 2013: 49-50).

Il programma *OMT* è inoltre caratterizzato da ulteriori differenze rispetto al precedente *SMP*, volte a evitare che l'intervento della BCE su determinati segmenti del mercato dei titoli di stato possa produrre effetti distortivi e controproducenti. In particolare, la BCE rinuncia al suo status di creditore privilegiato rispetto agli altri detentori dei titoli e accetta di incorrere in eventuali perdite derivanti dal loro deprezzamento. In tal modo, non solo si afferma il principio di un equo trattamento dei detentori di uno stesso tipo di titolo, ma si ottiene anche l'effetto pratico di evitare che, dovendo sopportare maggiori perdite in caso di default, gli investitori privati siano indotti a vendere massicciamente un titolo non appena la BCE abbia iniziato ad acquistarlo (Cour-Thimann e Winkler, 2013: 18).

In virtù di queste insieme di caratteristiche, alcuni hanno visto nell'*OMT* “un importante passo avanti verso il consolidamento di strumenti certi ed efficienti di intervento a disposizione della BCE” (Napolitano e Perassi, 2013: 42). In effetti, le *OMT* avvicinano il *modus operandi* della BCE a quello di altre banche centrali, e segnatamente della Fed, la quale opera prevalentemente attraverso operazioni sul mercato aperto di questo tipo. Ciò ha senza dubbio il merito di togliere all'Europa quella specie di handicap con cui ha dovuto competere sinora nella lotta alla crisi. Grazie alle *OMT*, anche l'Europa ha qualcosa che assomiglia a un prestatore di ultima istanza che le consente, all'occorrenza, di rifinanziare debitori in difficoltà semplicemente stampando moneta.

D'altro canto, il cortocircuito fra banca centrale e tesoro può incoraggiare un'eccessiva prodigalità dei governi (azzardo morale) finendo per creare pressioni inflazionistiche. Con il proposito di arginare simili derive, l'intervento della BCE è stato subordinato all'intervento di un organismo terzo, appositamente creato per far fronte a possibili crisi future, degli stati e in prospettiva anche delle banche. L'istituzione del Meccanismo di stabilità permanente per i paesi dell'area euro (*ESM – European Stability Mechanism*) è stata decisa dal Consiglio europeo il 24 marzo 2011. È subentrata all'EFSF con gli stessi

compiti e con gli stessi strumenti (Micossi e Pierce, 2013: 58).

Se l'attivazione delle OMT da parte della BCE è subordinata, come si è detto, alla richiesta di aiuti all'ESM, l'accesso all'assistenza finanziaria offerta dall'ESM è subordinato, a sua volta, a una serie di condizioni. Innanzitutto, il paese in difficoltà deve aver ratificato il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance dell'Unione economica e monetaria (TSCG) e deve aver presentato una esplicita richiesta di aiuti all'ESM. La concessione degli aiuti prevede una valutazione preventiva della sostenibilità del debito pubblico dello stato richiedente da parte della Commissione europea insieme alla BCE (Micossi e Pierce, 2013: 58). La richiesta deve essere poi approvata dal Consiglio dei Governatori, composto dai Ministri delle finanze dei paesi dell'Eurozona attraverso una procedura di *mutual consent*. Secondo tale procedura, non occorre che tutti i paesi siano favorevoli, ma occorre che nessuno sia contrario. In altri termini, gli aiuti sono accordati anche in presenza di astensioni, ma il voto contrario del rappresentante anche di un solo paese è sufficiente per bloccare la richiesta (Micossi e Pierce, 2013: 57). Di fatto, ogni paese gode di un diritto di veto. Non solo: come è stato ribadito dalla Corte costituzionale tedesca, la concessione di aiuti da parte dell'ESM richiede l'esplicita approvazione da parte della Commissione bilancio del Bundestag. Infine, l'erogazione degli aiuti è condizionata all'adozione di un programma di aggiustamento, costituito da misure di politica economica verificate dalla Commissione europea attraverso le procedure dell'art. 121 TFUE, ora rafforzate dal c.d. *Six-pack* (ibid.: 55-56). Tale programma dovrà prevedere esplicitamente il coinvolgimento del settore privato in eventuali ristrutturazioni del debito pubblico (ibid.: 59).

Le risorse dell'ESM sono costituite da un capitale iniziale di 700 miliardi di euro, di cui 80 miliardi versato e 620 miliardi impegnato dai paesi membri. Si ritiene comunemente che questa seconda parte non debba rientrare nel computo del debito pubblico dei paesi membri, in quanto passività "contingente" in analogia con quanto avviene per le cifre impegnate da ciascuno stato per i programmi di assistenza del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale (ibid.: 57). Vi è, tuttavia, chi contesta questa interpretazione. Facendo leva sul proprio capitale, l'ESM può raccogliere ulteriori risorse, contraendo prestiti con gli stati membri o con altre istituzioni finanziarie internazionali o emettendo titoli sul mercato.

Gli strumenti d'intervento dell'ESM sono ad amplissimo spettro. Essi comprendono innanzi tutto prestiti ai governi degli stati in difficoltà. Tali prestiti possono essere a breve o medio termine, nel quadro di programmi di assistenza finanziaria, o a più lungo termine, di un anno rinnovabili fino a due, per fronteggiare shock esogeni temporanei. Sono previsti, inoltre, prestiti ai governi destinati alla ricapitalizzazione delle banche (e anche prestiti diretti alle banche, una volta che sarà stato istituito un meccanismo di vigilanza unico). Infine, l'ESM, come la BCE, può operare attraverso l'acquisto diretto di titoli sul mercato. Anzi, a differenza della BCE, l'ESM può effettuare anche acquisti sul mercato primario di titoli del debito pubblico, nonché acquisti sul mercato secondario di titoli del debito pubblico anche di paesi che non abbiano richiesto assistenza finanziaria, previo riconoscimento di circostanze eccezionali sui mercati da parte della BCE.

L'insieme di queste procedure di *crisis management*, e in particolare le OMT, hanno ampliato notevolmente il raggio d'azione della BCE e la sua capacità di far fronte alle difficoltà degli stati e delle banche di rifinanziare i propri debiti. D'altro canto, le condizioni stringenti imposte per attivare tali procedure hanno finito per subordinare l'intervento della BCE al placet dell'ESM e, dunque, in ultima istanza, all'approvazione dei singoli paesi membri. Infatti, se è vero, come ha più volte ribadito il presidente Draghi, che l'acquisto illimitato sul mercato secondario di titoli di stato *distressed* rientrano fra le finalità istituzionali della BCE, allora l'ESM subordina di fatto al potere di veto di singoli stati membri la possibilità per la BCE di perseguire i suoi obiettivi di politica monetaria.

v) *Inizio 2013 – oggi*. Gli aiuti finanziari dell'ESM sono stati utilizzati per la prima volta fra dicembre 2012 e febbraio 2013 per ricapitalizzare le banche spagnole. In marzo 2013 è stato necessario un



secondo intervento a favore delle banche cipriote. Nel caso di Cipro, tuttavia, si sono avute anche due novità importanti nella strategia di gestione delle crisi da parte dell'Europa.

Innanzitutto, per la prima volta, si è deciso di non procedere a un salvataggio (*bail-out*), che avrebbe finito per gravare sulle spalle dei contribuenti (colpendo magari, come era stato ipotizzato in un primo momento, i titolari dei depositi inferiori alla soglia di 100.000 euro e violando così una garanzia riconosciuta in tutta Europa). Si è preferito far fallire la banca in difficoltà (*bail-in*), rendendo partecipi delle perdite i creditori (inclusi i titolari di depositi, ma solo sopra 100.000 euro, e non a titolo di tassazione, ma a titolo di perdita su un investimento). In questo modo, è stato affermato il principio di corresponsabilità del creditore che è uno dei principi fondamentali di un sistema finanziario sano<sup>[42]</sup>. Dallo scoppio della crisi si è insistito molto sulle responsabilità dei debitori, e spesso a ragione: in particolare nei paesi della periferia, i governi (ma anche le banche e le imprese private) hanno potuto indebitarsi a buon mercato sotto l'ombrello di protezione dell'euro, hanno potuto vivere al di sopra dei propri mezzi e talvolta non si sono preoccupati di impiegare il denaro preso a prestito in maniera tanto fruttifera da rendere possibile il pagamento, e perciò si sono trovati nella condizione di non riuscire a onorare i propri debiti. Esiste, però, anche una responsabilità dei creditori, del tutto speculare, che non è stata sottolineata abbastanza. Infatti, se alcuni hanno potuto indebitarsi è perché altri hanno voluto prestare. E non lo hanno fatto per dovere o per benevolenza, ma perché hanno ritenuto conveniente investire in altri paesi per guadagnare rendimenti sia pur di poco superiori a quelli che potevano ottenere in patria. E lo hanno fatto spesso senza valutare accuratamente i rischi a cui andavano incontro, perché anch'essi si sentivano tutelati dall'unione monetaria e finanziaria dell'Europa, che, grazie all'estrema liquidità degli investimenti, consentiva loro di riportare a casa i soldi al minimo segnale di incertezza. I salvataggi hanno incoraggiato questa irresponsabilità dei creditori, forse più ancora della prodigalità dei debitori. Questi ultimi saranno stati anche salvati, ma a un prezzo, talvolta anche molto alto: hanno dovuto espiare le loro colpe (più precisamente, le colpe dei loro governi) con la punizione dell'*austerità*. I creditori, invece, hanno salvato una buona parte dei propri risparmi, magari anche lamentandosi del fatto di riceverli sotto forma di riserve presso la BCE anziché in contanti. Il *bail-in* cipriota, dunque, ha almeno il merito di mettere anche i creditori di fronte alle loro responsabilità e di ristabilire il principio della solidarietà fra debitore e creditore. Tuttavia, l'applicazione del principio andrebbe affinata, in maniera tale da evitare di colpire alla stessa stregua la vedova cipriota e l'oligarca russo.

Qui veniamo alla seconda novità del caso Cipro: l'introduzione del controllo sui movimenti di capitali, per evitare un deflusso istantaneo di denaro dalle altre banche dell'isola verso porti più sicuri. Siamo di fronte a un cambiamento ancor più epocale. Sono ormai quarant'anni che si predica la liberalizzazione dei movimenti di capitali e che la si pratica con particolare fervore all'interno dell'Unione europea. L'inversione di marcia è fin troppo drastica: fino a ieri si ammetteva la circolazione di capitali senza restrizioni, in particolare su una piazza off-shore come quella di Cipro, dove transitavano quantità immani di denaro, di provenienza e destinazione discutibile. Oggi, d'un tratto, non passa più nulla. Un po' grossolano, ma è un segnale. Anche in questo caso, vale il principio: non tutti i movimenti di capitale sono da incoraggiare, perché non tutti sono produttivi. Sarebbe opportuno cogliere l'occasione per provare a distinguere fra quelli puramente speculativi e quelli che sono destinati a sostenere scambi e investimenti reali come abbiamo previsto di fare nella proposta di riforma che illustreremo in seguito. Prima, però, è opportuno fare qualche considerazione sul modo in cui la crisi è stata interpretata, perché, a nostro avviso, l'inefficacia dei provvedimenti adottati fin qui dipende in larga misura dall'inadeguatezza dell'approccio che li ha ispirati.

### 3. Una diagnosi sbagliata

In prima battuta, viste nel loro insieme, le contromisure che abbiamo passato in rassegna sembrano rispondere a un intento coerente. Da un lato, gli aiuti accordati nel quadro delle politiche di *crisis management* sono stati indirizzati a evitare, nel breve termine, il fallimento dei debitori in difficoltà, attraverso un'adeguata fornitura di liquidità. Dall'altro, le misure di rigore imposte nel quadro delle strategie di *crisis prevention* hanno avuto l'obiettivo di evitare che tali aiuti potessero apparire come un incoraggiamento a comportamenti irresponsabili da parte dei debitori (azzardo morale). Si sono utilizzati, insomma, il bastone dell'*austerity* e la carota della liquidità per risanare i debitori in maniera da consentire loro, nel medio-lungo termine, di poter tornare a finanziarsi sui mercati a condizioni ragionevoli.

In effetti, l'emergenza è stata tamponata e i differenziali di rendimento sui titoli del debito pubblico sono scesi. Non si può dire, tuttavia, che la crisi sia stata superata. Il denaro messo a disposizione dalla BCE ha certamente dato sollievo ai governi e alle banche, ma non ha ancora raggiunto le imprese che continuano a soffrire di una difficoltà di accesso al credito. Come abbiamo visto, infatti, il denaro tende a essere tesaurizzato, nel timore di un deterioramento della situazione. D'altro canto, proprio la tesaurizzazione, frenando gli scambi e gli investimenti, finisce per contribuire alla contrazione della domanda e a un ulteriore aggravamento della crisi. Il sistema è bloccato in quella che si chiama una "trappola della liquidità". In questo quadro, le politiche di *austerity* deprimono ancor più la domanda, il reddito e, di conseguenza, anche il gettito fiscale, vanificando ogni sforzo di risanamento.

A ciò si aggiunge il fatto che tali dinamiche colpiscono in maniera molto disuguale le economie dell'eurozona. Infatti, a dispetto degli sforzi di coordinamento e di convergenza, il sistema finanziario europeo appare sempre più frammentato. Nonostante gli interventi della BCE che hanno consentito di abbassare gli spread sui titoli di stato, le imprese private della periferia devono affrontare tassi d'interesse più elevati e condizioni di accesso al credito più dure rispetto alle loro concorrenti del centro. Il che, a sua volta, non fa che ampliare il divario di competitività fra paesi in deficit e paesi in surplus. E, anche da questo punto di vista, le politiche di rigore, che naturalmente colpiscono più i primi che i secondi, non fanno che peggiorare la situazione.

Beninteso, i promotori e i sostenitori delle politiche anticrisi non negano l'esistenza di tali problemi. Soltanto, li vedono come un inevitabile male temporaneo in vista di una soluzione definitiva, la quale potrà essere raggiunta soltanto attraverso una radicalizzazione delle misure adottate in direzione di un rafforzamento ulteriore dell'Unione. La strada da percorrere è stata ripetutamente delineata dallo stesso presidente del Consiglio europeo Van Rompuy in una relazione dal titolo significativo (e involontariamente ironico): "Verso un'autentica unione economica e monetaria" (come a dire, "finora abbiamo scherzato...").<sup>[43]</sup> Secondo una visione che trova ampio consenso, i passi ancora da compiere, per completare l'unificazione e metterla definitivamente al riparo da forze disgreganti e minacce di crisi, sarebbero i seguenti:

l'unione bancaria, attraverso la creazione di un meccanismo di vigilanza unico, un sistema unificato di garanzia dei depositi e una normativa uniforme in materia di procedure fallimentari e risoluzioni delle crisi; l'unione fiscale, attraverso il rafforzamento della *governance* economica fino al completo accentramento delle politiche di bilancio, in maniera da poter arrivare a una gestione concordata e solidale dello stock di debito pregresso (Fondo europeo di rimborso) e all'emissione congiunta di nuovi titoli di stato (eurobond).

Una volta attuate, tali misure consentirebbero all'Eurozona di presentarsi come un solo paese, solido e sano, sui mercati finanziari internazionali, ottenendo credito abbondante e alle migliori condizioni. Il beneficio si estenderebbe dalle finanze pubbliche alle finanze private: le banche e le imprese godrebbero anch'esse della possibilità di finanziarsi su un mercato dei capitali estremamente liquido. L'effetto

potrebbe essere ulteriormente rafforzato se si attuasse anche un'altra proposta, ventilata per esempio dal governatore Draghi, di creare e sostenere un mercato degli ABS (*Asset-Backed Securities*).

Ora, l'evocazione di simili prospettive suscita almeno due ordini di perplessità. Innanzitutto, non è affatto detto che si arrivi al compimento di questo ambizioso processo. Che, peraltro, appare tanto più ambizioso quanto più i suoi prodromi hanno contribuito a esacerbare i sentimenti nazionali. Se non si è riusciti a fare "un'autentica unione economica e monetaria" quando le condizioni erano favorevoli e tutti sembravano avere soltanto da guadagnare, perché ci si dovrebbe riuscire adesso, sotto la pressione della crisi?[44] E finché non ci si riesce, si sostengono gli oneri del rigore, senza godere dei benefici del risanamento. Si devono affrontare costi immediati e certi a fronte di vantaggi incerti e remoti.

D'altro canto – e qui sta la seconda riserva, ben più radicale – se anche il progetto riuscisse, quale sarebbe l'esito? Un'Europa finalmente unita, certo. Ma per fare che cosa?

Per tornare a indebitarsi, secondo il modello della periferia? In tal caso, però, se tutto andasse bene, saremmo usciti dalla crisi dalla porta di dietro. Saremmo tornati a quella situazione di apparente normalità che precedeva lo scoppio della crisi. Avremmo riguadagnato la capacità di indebitarci a basso costo, in attesa di scoprire ancora una volta – e sempre troppo tardi – di avere venduto la nostra autonomia all'arbitrio dei mercati finanziari internazionali. E inutilmente. Infatti l'Eurozona, nel suo complesso, non ha alcun bisogno di attirare flussi di capitali dal resto del mondo. A differenza degli Stati Uniti, non ha un deficit commerciale cronico che richiede di essere finanziato attirando il risparmio dei paesi emergenti con la lusinga di un mercato dei capitali ultraliquido.

L'alternativa, più probabile visti i rapporti di forza attuali, è che la nuova Europa autenticamente unita si uniformi al modello del centro. In tal caso, però, sempre se tutto andasse bene, avremmo risolto, a carissimo prezzo, un problema che non sussiste. Infatti l'Eurozona, nel suo insieme, non ha alcun bisogno di fondare la propria crescita sulle esportazioni. A differenza della Cina, non ha bisogno di spingere la propria competitività a costo di condizioni di lavoro inumane per mantenere la piena occupazione e la pace sociale. Adottare un modello di crescita basato sulle esportazioni per l'intero continente europeo vorrebbe dire, a dispetto di ogni professione liberoscambista, risuscitare il fantasma del mercantilismo e ingaggiare una guerra commerciale su scala planetaria.

Certo, si può sperare di mantenere un corso intermedio. Ma perché affidare questa eventualità alla definizione di arbitrari criteri di rigore nelle finanze pubbliche? O si pensa davvero che il fatto di mantenere il debito pubblico sotto il 60% del PIL sia necessario e sufficiente per mettere uno stato, o un'unione di stati, al riparo da ogni sospetto e, quindi, da ogni minaccia di crisi? È bene ricordarlo, a beneficio di chi riponesse immeritata fiducia nei tecnici che hanno fissato quel criterio: la soglia del 60% non ha alcun fondamento scientifico, non consente affatto di discriminare con certezza fra un debito sostenibile e un debito insostenibile – a meno che non ci si creda fermamente. Se ci si crede, infatti, il 60% finisce per funzionare realmente da discriminare: appena un paese supera la soglia, potrebbe essere attaccato dalla speculazione e il rendimento dei titoli di stato potrebbe aumentare fino a spingerlo verso il default; viceversa, finché il debito rimane sotto la soglia, il paese può continuare a finanziarsi tranquillamente sul mercato a tassi d'interesse contenuti.[45]

Ma allora perché, fin dallo scoppio della crisi europea, l'attenzione si è focalizzata sui debiti pubblici, al punto che è stata chiamata la "crisi dei debiti sovrani"? In effetti, vi sono anche buoni motivi per concentrare l'attenzione sui debiti pubblici.

Innanzitutto, è dal mercato dei titoli del debito pubblico che è cominciata la crisi europea. La diffidenza nei confronti di alcuni governi, e segnatamente di quello greco (anche a causa di una mancanza di trasparenza nei conti pubblici emersa con il cambio di governo), ha provocato vendite massicce sul mercato secondario e un incremento improvviso dei differenziali di rendimento. Il contagio si è esteso

ad altri paesi caratterizzati da elevati livelli di deficit e/o debito pubblico.

A quel punto, è subentrata la paura. La paura, per i governanti che quei debiti dovevano gestire e rifinanziare, di non riuscire a riportare gli spread a livelli ragionevoli e sostenibili. La paura, quindi, del possibile default di un paese membro, con la conseguente, inevitabile, uscita dall'UEM al fine di riguadagnare l'autonomia della politica monetaria, ossia la possibilità di finanziare da sé i propri deficit pubblici semplicemente stampando moneta. La paura di un'eventuale disintegrazione dell'UEM stessa e possibilmente, a cascata, un tracollo dell'intero progetto europeo, incautamente appoggiato sul pilastro della moneta unica. La paura, in ultima istanza, dell'ignoto. Tutto questo ha indotto una corsa ai ripari. Da qui le politiche di *austerità*, volte non tanto a risanare le finanze pubbliche dei paesi in difficoltà, quanto a riguadagnare la credibilità loro e dell'intera Unione. Non avendo, infatti, alcun fondamento scientifico, come si è detto, la soglia fissata per il debito – il famigerato 60% del PIL – deve avere essenzialmente una funzione apotropaica. Serve a scacciare i malefici influssi – ossia, deflussi di capitali.

Sono questi ultimi, infatti, che hanno fatto aumentare gli spread, ben più di qualunque disordine delle finanze pubbliche. Non a caso, ciò che davvero accomuna i paesi più colpiti non è tanto il livello o il tasso di crescita del debito pubblico, quanto la quota elevata di debito (pubblico e privato) detenuto all'estero. Come mostra il caso dell'Irlanda, si può entrare in crisi anche senza un elevato debito pubblico, se si sono accumulati ingenti debiti verso l'estero, in particolare attraverso un settore bancario drogato da un regime fiscale favorevole. E si può avere un elevato livello del debito pubblico senza correre il rischio di un deprezzamento dei titoli di stato sul mercato e senza essere sottoposti al ricatto degli investitori internazionali, se gran parte del debito pubblico è detenuto all'interno del paese, come mostrano il caso del Giappone e dell'Inghilterra.

Ciò che, a ben vedere, accomuna i paesi in difficoltà è un'elevata esposizione verso l'estero. La faglia che davvero spacca l'Europa è fra paesi in deficit e paesi in surplus della parte corrente della bilancia dei pagamenti. E tale spaccatura è stata, almeno in parte, un esito dell'unione monetaria: della divergenza nella competitività che si è prodotta al suo interno e dei movimenti di capitali che, quantomeno fino allo scoppio della crisi, hanno contribuito a finanziare gli squilibri di bilancia commerciale determinati da tale divergenza. Infatti, da quando è entrato in vigore l'euro, si è avuto un aumento di competitività della Germania e degli altri paesi del Nord Europa, che non ha potuto essere compensato da un aggiustamento del cambio nominale, a causa della moneta unica. Nemmeno il cambio reale ha contribuito a ribilanciare la situazione. Al contrario, l'inflazione è stata addirittura più bassa nei paesi in surplus che nei paesi in deficit (Alessandrini *et al.*, 2012). D'altro canto, i deficit commerciali dei paesi della periferia hanno potuto essere finanziati grazie all'esistenza della moneta unica e di mercati dei capitali fortemente integrati, che hanno incoraggiato gli investitori del centro a investire nei paesi periferici.

La storia dell'UEM è tutta scritta nella bilancia dei pagamenti fra centro e periferia: la frattura che si è prodotta, a dispetto degli sforzi di convergenza, l'insorgere della crisi, il tamponamento da parte della BCE, il persistere degli squilibri di fondo – tutto questo si lascia leggere chiaramente se si analizzano nel dettaglio le determinanti della bilancia dei pagamenti. A determinare il saldo dei conti con l'estero di un paese concorrono la bilancia commerciale (il saldo fra esportazioni e importazioni), le partite invisibili (per esempio, le rimesse degli emigrati e i redditi da capitale), e i movimenti in conto capitale (ossia i prestiti da o verso l'estero). La somma algebrica di tutte queste voci determina il saldo fra flusso di denaro in entrata e in uscita da un paese e si traduce, quindi, in ultima istanza, in una variazione delle sue riserve ufficiali.

Se osserviamo l'andamento di queste variabili per i paesi del centro e della periferia dell'Europa che cosa vediamo? Innanzitutto che nei paesi della periferia le prime due voci prese assieme, ossia le partite correnti, hanno registrato saldi negativi continuamente, fin dall'inizio dell'UEM. In maniera del tutto

speculare, i paesi del centro hanno accumulato saldi positivi delle partite correnti. In altri termini, vi sarebbe stata un'emorragia continua di denaro dalla periferia al centro, se tali saldi non fossero stati compensati da movimenti di capitali nella direzione opposta, ossia investimenti dal centro alla periferia nella forma di prestiti bancari o di acquisti di titoli, in larga parte titoli di stato. Con lo scoppio della crisi, nel 2007, tali flussi di capitali si sono arrestati e addirittura invertiti: i titoli di stato dei paesi periferici sono stati venduti in massa, facendo schizzare in alto gli spread, i prestiti sono rientrati e i depositi bancari sono stati trasferiti in paesi ritenuti più sicuri. Tutto questo ha dato luogo inevitabilmente a pagamenti massicci, anno dopo anno, dalla periferia al centro.

I pagamenti transfrontalieri fra i paesi europei avvengono attraverso un sistema di regolamenti centralizzato presso la BCE che prende il nome di TARGET2 (T2) e che funge da camera di compensazione fra le banche centrali nazionali appartenenti all'Eurosistema. I pagamenti in uscita da un paese si traducono in una movimentazione negativa sul conto della sua banca centrale in T2. Viceversa, i pagamenti in entrata generano movimentazioni di segno positivo. Fino al 2007, cioè fintanto che i deficit delle partite correnti erano controbilanciati dai movimenti di capitali, i saldi T2 di tutti i paesi oscillavano intorno allo zero. Quando i flussi di capitali hanno cominciato a invertirsi, i paesi della periferia hanno iniziato ad accumulare saldi T2 negativi, a cui hanno fatto riscontro saldi T2 positivi dei paesi del centro. Sul finire del 2012 il saldo cumulato ha superato i 1000 miliardi di euro in una direzione e nell'altra e certamente non avrebbe potuto raggiungere quel livello in assenza di politiche "accomodanti" da parte della BCE[46]. La divergenza dei saldi T2 è il sintomo più evidente del fatto che la frattura europea è dovuta alla bilancia dei pagamenti.

Cionondimeno, concentrarsi sui debiti pubblici non è del tutto arbitrario, poiché esiste un rapporto fra debito pubblico e debito estero, pur non essendo diretto né automatico. Infatti, un aumento del debito pubblico può portare a un deterioramento della bilancia dei pagamenti giacché, se non è finanziato dal risparmio privato interno, richiede un afflusso di denaro dall'estero. Viceversa, una riduzione del debito pubblico può contribuire a ridurre il grado di dipendenza di un paese dai finanziamenti internazionali. Senza contare che politiche fiscali restrittive contribuiscono a frenare spinte al rialzo dei salari.

Perciò, le politiche di *austerità* possono effettivamente contribuire, soprattutto nel breve termine, a ristabilire un equilibrio delle bilance dei pagamenti. Ma dovrebbero essere adottate in maniera simmetrica: alle manovre restrittive dei paesi in deficit dovrebbero fare riscontro manovre espansive dei paesi in surplus. In altri termini, sarebbe opportuno, come è stato autorevolmente auspicato, che le politiche di *austerità* avessero carattere "relativo", ossia dovrebbero coinvolgere in modo simmetrico e cooperativo paesi in surplus e paesi in deficit (Merler e Pisani-Ferry, 2012b). Lo stesso principio di simmetria dovrebbe valere per le politiche dei redditi: alla contrazione dei salari nei paesi in deficit dovrebbe affiancarsi un aumento dei salari nei paesi in surplus (Branca 2012).

Oggi, invece, solo i paesi in deficit hanno l'onere dell'aggiustamento macroeconomico. Si parla giustamente di "distorsione deflativa" (De Grauwe, 2012). In questo modo l'aggiustamento dei conti con l'estero può arrivare sì, ma con una depressione della domanda, e forse solo con una Grande Depressione. I debitori fan sì il pagamento dovuto ai creditori. I debitori fan sì la pace con i creditori. Ma si tratta di una pace simile a quella data dalla morte. Non certo una pace, una situazione di equilibrio, data dalla vivacità degli scambi tra attori economici.

E alla stessa logica di depressione rispondono i consigli dati dall'FMI e dall'OCSE attraverso la c.d. "svalutazione fiscale": aumento dell'IVA (Imposta sul Valore Aggiunto) con contemporanea riduzione degli oneri fiscali per le imprese (riduzione dei contributi sociali versati dai datori di lavoro). Uno schema neutro dal punto di vista delle entrate fiscali, ma che, per come oggi è strutturata l'IVA a livello europeo, scoraggerebbe le importazioni senza toccare le esportazioni. A risentirne sarebbero dunque solamente i consumatori dei paesi in deficit a vantaggio di un riequilibrio dei conti nazionali con l'estero. Simulazioni fatte sul Portogallo stimano che una svalutazione fiscale dell'1% di PIL

produrrebbe un aumento di breve periodo delle esportazioni nette tra 0,2% e 0,6% di PIL (De Mooij e Keen, 2012).

L'UEM non era preparata non solo ad affrontare ma nemmeno a concepire una crisi di bilancia dei pagamenti (Pisani-Ferry, 2012). Lo testimonia, fin dagli esordi, il processo di costruzione della moneta unica.

Come si ricorderà, il trattato di Maastricht, nel definire i criteri di convergenza in vista dell'unione monetaria, fissava limiti precisi ai deficit e ai debiti pubblici, nonché ai differenziali nei tassi d'inflazione e d'interesse. Viceversa, i parametri di Maastricht non facevano alcun riferimento all'andamento dei conti con l'estero. Ciò è piuttosto sorprendente, se si considera che la bilancia dei pagamenti è il fattore che influisce in maniera più diretta e più significativa sul tasso di cambio di un paese: quest'ultimo, infatti, tende ad apprezzarsi quando la bilancia dei pagamenti è in surplus e a svalutarsi quando si registra un deficit. La principale condizione per stabilizzare il tasso di cambio e per partecipare a un regime di cambi fissi è dunque una bilancia dei pagamenti in pareggio. Perciò sorprende che non siano state previste limitazioni agli squilibri di bilancia dei pagamenti in vista un'unione monetaria che costituisce, di fatto, una forma estrema di regime di cambi fissi, in cui la parità delle valute è fissata in maniera irrevocabile.

Nondimeno, a conferma di tale impostazione, l'art. 143 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) prevede che solo i paesi in deroga (ovvero che non hanno ancora adottato l'euro) possano avere Assistenza Finanziaria di Medio Termine (MTFA) in caso di squilibri delle bilance dei pagamenti. Impostazione giuridica che, come è stato osservato, deriva da un'istanza teorica e non dipende dalla volontà di alcuni paesi di non offrire alcuna responsabilità congiunta negli affari finanziari a livello europeo ("*no-coresponsibility principle*") (Marzinotto *et al.* 2010). Del resto, se davvero l'intento fosse stato quello di evitare corresponsabilità, non si vede perché si sarebbe prevista assistenza per paesi non ancora appartenenti all'area dell'euro.

L'euro, dunque, è stata costruito sulla base dell'assunzione che le partite correnti, e più in generale il saldo estero di ciascuno stato membro, non avrebbero contato. L'idea era che, in virtù della stessa unione monetaria, eventuali squilibri delle bilance dei pagamenti sarebbero state irrilevanti come tra regioni all'interno di un medesimo paese. L'assunzione di base era che gli investitori avrebbero continuato a finanziare debitori specifici senza alcun riguardo alla loro posizione geografica, ma solo in riferimento a valutazioni sul rischio di credito e sulla redditività dell'investimento. A sua volta, proprio le accorte valutazioni degli investitori avrebbero fatto sì che i prestiti transfrontalieri fossero debitamente ripagati, senza creare squilibri permanenti. In altri termini, si pensava che i movimenti di capitali fra paesi dell'area euro non potessero che essere temporanei. Ci si aspettava che, in un primo momento, i paesi della periferia potessero diventare debitori, beneficiando di cospicui afflussi di capitali. Ma si pensava che tali movimenti sarebbero stati virtuosi, perché avrebbero consentito a quei paesi di svilupparsi più rapidamente, colmando il divario con i paesi del centro. Due volte virtuosi, perché avrebbero permesso, al contempo, agli investitori del centro di beneficiare di tassi di rendimento più elevati, investendo in periferia. Tre volte virtuosi, perché i debiti contratti dai paesi della periferia si sarebbero riassorbiti automaticamente nel momento in cui, proprio grazie agli investimenti resi possibili da quei prestiti, i paesi debitori avrebbero guadagnato competitività e aumentato le esportazioni.

E pensare che nel 2006 la Commissione Europea<sup>[47]</sup>, nel rapporto trimestrale sullo stato dell'unione monetaria, aveva rilevato l'allargarsi di squilibri di parte corrente fra i paesi dell'eurozona e si era chiesta se questo dovesse destare preoccupazione. Non solo, si era anche data una risposta affermativa – e con una serie di osservazioni che oggi suonano profetiche. C'è da chiedersi perché non si siano messi in atto opportuni correttivi, perché non se ne sia discusso, che fine abbia fatto quel rapporto, se la

Commissione legga i rapporti che sottoscrive...

Solo sul finire del 2010, quando è diventato evidente che gran parte del denaro affluito alla periferia non aveva avuto un impiego produttivo e che, quindi, molti debiti non sarebbero stati ripagati, si è cominciato a mettere diffusamente in discussione l'assunto fino allora dominante. Oggi è ormai condivisa l'interpretazione della crisi dell'UEM come crisi di bilancia dei pagamenti nazionali, in riferimento agli scambi interni all'UEM. Un'interpretazione che scardina i vecchi paradigmi dominanti e che richiede, come solo in parte sta succedendo, che le istituzioni europee adottino significative modifiche. In effetti, come si è visto, sul finire del 2011 si è cominciato a riconoscere che gli squilibri sul saldo estero di ogni singolo Stato membro contano all'interno dell'UEM, con l'adozione della Procedura per gli Squilibri Macroeconomici (MIP).

Ora, al di là di ogni giudizio sulla sufficienza o meno delle procedure finora proposte, il fatto stesso che siano state proposte induce a ritenere che su alcuni punti fondamentali un certo consenso stia iniziando a formarsi. Eccone gli elementi principali:

- (a) dall'introduzione dell'euro a oggi si è attivato un processo di divergenza nella competitività relativa (differenziali salariali e di produttività non compensati da aggiustamenti del livello dei prezzi) tra paesi in surplus (centro) e paesi in deficit (periferia) all'interno dell'UEM, *terminato in una crisi di bilancia dei pagamenti*[\[48\]](#);
- (b) per la maggior parte dei paesi dell'eurozona, *il debito pubblico è una conseguenza piuttosto che una causa della crisi*. Il livello del debito/credito privato e l'andamento delle partite correnti sono le variabili esplicative che spiegano *ab origine* l'evoluzione verso la crisi[\[49\]](#);
- (c) gli arresti improvvisi nel flusso di capitali privati verso i paesi in deficit (*sudden stops*) hanno reso necessari interventi della BCE che ora si riflettono in una *distribuzione asimmetrica della liquidità all'interno dell'UEM*, registrata dai saldi TARGET2 (T2)[\[50\]](#).

Qui si ferma il consenso in via di formazione a cui accennavamo. Ma bisogna trarne tutte le conseguenze, soprattutto per quanto riguarda l'ultimo punto. Una conseguenza in particolare va sottolineata: la distribuzione asimmetrica della liquidità amplifica invece di ridurre il processo di divergenza menzionato al punto (a), giacché il denaro prestato dalla BCE alla periferia rifluisce verso il centro e qui, anziché essere speso nuovamente all'estero (contribuendo a pareggiare la bilancia dei pagamenti) o all'interno (contribuendo ad aggiustare i tassi di cambio reali), viene ridepositato presso la BCE.

T2 registra la messa in opera di questo meccanismo che permette ai paesi del centro non solo di sostenere l'esportazione dei propri beni e servizi, ma anche di vendere i propri *asset* a prezzi elevati (i *Bund*, notoriamente) così come di ricevere il rimborso dei crediti privati verso i paesi della periferia (che non ricevono più rifinanziamenti da parte dei paesi del centro). In altri termini, a prescindere dalla produttività, i paesi del centro hanno un *vantaggio competitivo* garantitogli da un "meccanismo ufficiale" che offre loro non solo un mercato di sbocco per i propri beni e servizi, ma anche un basso costo del capitale e la riduzione del rischio creditizio per i privati.

Se la crisi dell'eurozona viene francamente assunta come una crisi di bilance dei pagamenti, allora appare chiaro che essa può trovare soluzione solamente qualora le autorità europee riescano a colmare le lacune nella coordinazione delle politiche economiche tra paesi all'interno dell'UEM, *promuovendo la*

*messa in opera di strumenti di aggiustamento cooperativi.* L'adozione del MIP è un primo passo, ma molto di più può e deve essere fatto per rendere anche i paesi in surplus partecipi del necessario aggiustamento macroeconomico interno, rimuovendo dal sistema la “distorsione deflativa” (De Grauwe, 2012) che rischia di consegnare l'Europa a un lungo periodo di deflazione e depressione, svantaggioso per tutti a livello economico e pericoloso per tutti a livello politico.

È evidente che non si tratta affatto di limitarsi ad auspicare e promuovere una inversione della direzione dei flussi di denaro fra centro e periferia, che di per sé non farebbe altro che rendere di nuovo possibile una perpetuazione degli squilibri commerciali esistenti. In forme diverse, ogni paese ha precise responsabilità che derivano dalla propria posizione netta squilibrata, positiva o negativa che sia: i paesi in deficit devono procedere sulla via del risanamento attraverso il recupero della propria competitività industriale, mentre i paesi in surplus devono spendere i propri crediti per evitare di creare una pressione deflativa sull'economia dell'intera unione monetaria.

Ecco perché una mera inversione dei flussi non basta. Non si tratta di “salvare” nessuno, ma di iniziare a cooperare *tutti* per rinforzare l'unione economica e politica. In questo senso la prima cosa da fare è mettere in atto meccanismi che permettano al denaro creato dalla BCE di essere effettivamente utilizzato per alimentare gli scambi e gli investimenti produttivi, tanto al centro quanto alla periferia, anziché servire soltanto per accumulare riserve e per rifinanziare debiti pregressi. Questo intende la BCE quando parla di far funzionare il “meccanismo di trasmissione della politica monetaria”. La questione è stata ben riassunta da Mario Draghi, che a gennaio a Davos si è così espresso: “il denaro è arrivato al settore finanziario ma non a quello produttivo, non alle piccole e medie imprese”[\[51\]](#).

Da quando l'accesso al finanziamento tramite il mercato privato (fondi all'ingrosso) si è progressivamente bloccato con la crisi (prima con la crisi finanziaria globale, poi con i *sudden stops*), le banche hanno sostituito i fondi all'ingrosso con i prestiti della BCE (tramite operazioni di rifinanziamento principale, MRO, e da dicembre 2011 anche attraverso operazioni a più lunga scadenza, LTRO). Dall'inizio della crisi, le passività T2 sono considerevolmente aumentate per alcune banche centrali nazionali, segnalando il fatto che nei paesi in questione i deflussi di denaro verso gli altri paesi dell'eurozona non sono stati compensati da afflussi equivalenti. In maniera speculare sono aumentate le attività T2 dei paesi in surplus. Per assecondare questi squilibri, e per ridurre l'impatto potenzialmente distruttivo, la BCE ha dovuto creare liquidità sotto forma di riserve bancarie. È opportuno sottolineare che le partite correnti non costituiscono la determinante principale degli squilibri in T2. I saldi T2 riflettono essenzialmente deflussi di capitale privato (in termini d'investimenti di portafoglio, prestiti interbancari, depositi e derivati), dalla periferia al centro, in larga parte finanziati dalla BCE. In altri termini, il denaro creato dall'Eurosistema è principalmente utilizzato dagli attori della periferia *per ripagare debiti pregressi verso il centro e per comprare attività del centro*. Si noti che tali deflussi possono anche derivare semplicemente dal fatto che uno stesso gruppo bancario decida di riallocare il rischio al proprio interno tenendo una quantità decrescente di attività nelle filiali situate in periferia e, correlativamente, una quantità crescente in quelle situate nel centro.

Che la situazione sia questa pare chiaro. Resta tuttavia la domanda, politicamente ed economicamente cruciale: *perché mai la BCE dovrebbe finanziare transazioni di natura ormai chiaramente speculativa quando il suo scopo, attraverso le operazioni di rifinanziamento, è, stando alle sue stesse dichiarazioni, di garantire a banche solventi di non avere problemi di liquidità così da permettere a ciascun paese di giungere a un aggiustamento non violento del proprio saldo commerciale?*

In effetti, non dovrebbe. Si tratta di un effetto collaterale di un sistema in cui non soltanto vige un'assoluta libertà di movimento dei capitali, ma addirittura vi è una disponibilità *di fatto* della BCE a finanziare incondizionatamente tali movimenti, anche e soprattutto quando i meccanismi di mercato s'incastrano. Per ovviare a tale effetto, ciò che si può fare in questo sistema (senza imporre restrizioni ai movimenti di capitali), è predisporre incentivi atti a favorire certi tipi di operazioni piuttosto che altri. È



per questo che riteniamo opportuno ripensare il modo con cui la BCE conduce le operazioni di rifinanziamento, a partire dall'apparato tecnico fornito da T2.

Si tratta di trovare una risposta alla domanda che Mario Draghi ha posto l'11 maggio 2013 al G-7 di Londra: "Il problema che si pone la BCE si riassume così: che cosa possiamo fare per garantire non solo che le banche abbiano fondi, ma che si trasformino in credito?"[\[52\]](#). Come è ormai noto, la BCE sta studiando diverse alternative per attivare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in modo da far arrivare il credito all'economia reale, e in particolare alle piccole e medie imprese. La proposta che segue mira a rispondere esattamente a questa esigenza.

#### 4. Una proposta di riforma

La nostra idea è di agire al livello delle operazioni di rifinanziamento principale (MRO – *Main Refinancing Operations*) introducendo opportune distinzioni: le banche continueranno a finanziarsi presso la BCE attraverso i canali già in essere, ma potranno finanziarsi presso la BCE *a condizioni più vantaggiose* qualora impieghino i fondi così ottenuti *per finanziare scambi commerciali e investimenti diretti all'interno dell'UEM*. Si tratta dunque di creare un tipo di MRO parallele, che scontino "prestiti commerciali" a un tasso d'interesse sistematicamente inferiore a quello vigente per le MRO già esistenti, e che sottopongano l'attività bancaria a un "vincolo di destinazione". A tale scopo è necessario creare un sistema di incentivazione/sanzione che non solo eviti comportamenti di "azzardo morale", ma che permetta anche all'eurozona di equilibrarsi internamente.

L'obiettivo della proposta è dunque duplice: da un lato vuole assicurare al commercio e agli investimenti reali una fonte di finanziamento *indipendente* da movimenti speculativi dei capitali e perciò più stabile e meno onerosa; dall'altro vuole fornire gli incentivi adatti per garantire il raggiungimento di un equilibrio tendenziale nel saldo estero *di ciascun paese* all'interno dell'eurozona attraverso un meccanismo cooperativo di aggiustamento degli squilibri.

Per centrare questo duplice obiettivo, la proposta che sottoponiamo a dibattito è di creare un sottosistema di T2, chiamato ad esempio TARGET3 (T3), che registri esclusivamente scambi commerciali e investimenti diretti all'interno dell'UEM, gestito come un sistema di compensazione multilaterale con regole simmetriche per i partecipanti[\[53\]](#). I principi base della proposta sono i seguenti:

(1) Le banche centrali nazionali (BCN) aprono una linea di credito alle banche private (a un tasso d'interesse inferiore a quello definito nelle MRO odierne) focalizzata esclusivamente al finanziamento di scambi commerciali e investimenti diretti all'interno dell'UEM. Questa linea di credito è utilizzabile esclusivamente per finanziare ben definiti tipi di transazioni *transnazionali*, con relativo collaterale;

(2) per ogni pagamento in uscita (entrata) derivante da scambi commerciali o investimenti diretti, le BCN registrano una passività (attività) T3, che costituisce a tutti gli effetti un saldo multilaterale centralizzato dalla BCE, la quale agisce come camera di compensazione;

(3) tutti i saldi T3, siano essi attivi o passivi, sono soggetti a commissioni simmetriche in capo a ciascuna BCN, aventi la funzione di porre disincentivi nell'accumulazione di squilibri tanto in una direzione quanto nell'altra;

(4) tutti i ricavi derivanti dalle commissioni pagate da ciascuna BCN alla BCE vengono convogliati in un Fondo di Garanzia programmato per la copertura di perdite potenziali su posizioni creditorie in T3. La BCE ha la discrezione di convogliare tali ricavi verso la Banca Europea degli Investimenti (EIB) o verso il Fondo Europeo per gli Investimenti (EIF);

(5) i saldi T3, sia nel lato dell'attivo che del passivo, sono soggetti a massimali (quote) proporzionali al valore del commercio di ciascuno Stato verso gli altri Stati membri dell'UEM. Se la quota viene superata, le commissioni implicate aumentano proporzionalmente. Gli Stati membri i cui squilibri persistano verranno indirizzati dalla BCE e dalla Commissione Europea a seguire la "seconda fase" della Procedura per gli Squilibri Macroeconomici, ossia ad adottare politiche di aggiustamento del tasso di cambio reale. Politiche che, per loro stessa natura, potrebbero richiedere l'impegno congiunto dei principali partner commerciali del paese ritenuto in squilibrio, oltre all'impegno specifico di quest'ultimo. Sarà a discrezione della BCE e della Commissione Europea la definizione delle politiche di aggiustamento, seppur in un quadro di politiche definite a priori all'interno di diverse tipologie di squilibrio.

La proposta sinteticamente enunciata secondo i cinque punti appena esposti mira a vincolare *indirettamente* l'attività delle banche. Infatti, le operazioni di rifinanziamento volte a finanziare commercio e investimenti reali, che chiameremo "MRO commerciali", avverrebbero a un tasso inferiore, poniamo di 50 punti base, a quello previsto dalle MRO odierne. Queste ultime continuerebbero a esistere, ma finanzierebbero solo esigenze di portafoglio delle banche, che risulterebbero così ben distinte dalle attività commerciali; possiamo chiamarle "MRO di portafoglio".

In questa ipotesi, il principio della concorrenza sarebbe rafforzato *anche nel comparto finanziario*. Non sarebbe un'istanza politica pianificatrice a decidere *a monte* della distribuzione dei flussi di capitali: piuttosto sarebbero le banche commerciali stesse a trovarsi a dover fronteggiare *a valle* un nuovo costo opportunità indotto da una scelta che rientra nelle prerogative della BCE, e che concerne *la differenziazione del costo del rifinanziamento a seconda della destinazione d'uso*. In questa prospettiva non occorrerebbe introdurre né controlli sui movimenti dei capitali né cambiamenti nella *governance* bancaria. Le banche avrebbero semplicemente una possibilità di finanziamento in più: i pagamenti transfrontalieri riguardanti commercio e investimenti diretti potrebbero avvalersi di un nuovo sistema specializzato, che abbiamo chiamato TARGET3. Le banche potrebbero ancora operare investimenti di portafoglio attenendosi alle odierne regole di mercato; tuttavia diverrebbe più costoso (in termini relativi, se non in termini assoluti) finanziarli attraverso il canale ufficiale della BCE.

La BCE agirebbe come camera di compensazione, come già avviene oggi in T2. La novità sarebbe che attraverso T3 riconosceremmo, in ambito commerciale, quella che da un punto di vista economico sembra essere con chiarezza la vera natura dei saldi TARGET: puri saldi contabili che esprimono il "diritto-dovere di comprare" nel caso di un attivo, e il "diritto-dovere di vendere" nel caso di un passivo[54]. Oggi non ci sono regole che facilitino l'utilizzo di questi particolari diritti-doveri, così che un paese in saldo attivo può "accumulare diritti" indefinitamente, senza utilizzarli, con serie conseguenze per l'equilibrio macroeconomico dell'UEM nel suo insieme. Dal punto di vista della stabilità macroeconomica, questi diritti, proprio perché sono al tempo stesso doveri, hanno bisogno di regole simmetriche che ne garantiscano l'esercizio, nello spirito della cooperazione fra paesi membri, il quale, come tutti dovrebbero riconoscere, *costituisce un fattore di unificazione ben più forte e solido che*

*l'imposizione unidirezionale di politiche di aggiustamento.* Con l'istituzione di T3 miriamo a incentivare l'esercizio di tali diritti-doveri cooperativi nell'ambito degli scambi commerciali e degli investimenti diretti.

Ricordiamo che un paese con un saldo T2 positivo ha ricevuto più moneta dagli altri paesi dell'eurozona di quanta ne abbia spesa verso gli stessi, beneficiando delle iniezioni di liquidità della BCE. L'origine della divergenza attuale (menzionata all'inizio, punto (a)), deriva dal fatto che i paesi in surplus, che hanno un saldo T2 positivo, si astengono dall'utilizzare il loro potere d'acquisto (come testimoniato dall'utilizzo crescente della *deposit facility*). In tal modo la ripresa degli scambi nell'eurozona è costantemente negata e ai paesi in deficit, con saldi T2 negativi, non viene data la possibilità di ripagare i propri debiti. In altre parole, e per concentrare l'attenzione sul punto cruciale, il comportamento dei paesi in surplus *esercita una pressione deflativa sull'intera eurozona, con effetti depressivi nel medio periodo anche per i paesi in surplus.*

In realtà, senza nemmeno attendere il medio periodo, i paesi in surplus potrebbero aver già perso da questo comportamento. Si tratta di valutare quanto hanno beneficiato degli interventi della BCE e quanto sono riusciti a compensare la riduzione delle esportazioni nell'eurozona con esportazioni verso il resto del mondo. Tuttavia, al di là degli effetti economici sui singoli Stati membri, resta il fatto che un simile comportamento è in contrasto con la tenuta economica e politica dell'eurozona, ed è per questo che va riorientato. T3 mira proprio a questo anche mediante l'introduzione di oneri simmetrici, cioè in capo sia ai paesi in surplus che a quelli in deficit[55].

Un simile schema di sconto di "crediti commerciali" (prestiti a imprese non finanziarie e a famiglie) a condizioni di mercato vantaggiose è già operativo nel Regno Unito sotto la direzione della Banca d'Inghilterra, dal luglio 2012. Si chiama *Funding for Lending Scheme (FLS)* ed è mirato a indirizzare la liquidità creata dalla banca centrale anche verso quelle realtà che finora non hanno beneficiato del *Quantitative Easing*. Il potenziale di prestito iniziale è stato stimato intorno agli 80 miliardi di sterline. Doveva terminare nel 2013, ma è stato recentemente esteso anche per il 2014. Tale schema prevede incentivi secondo cui le banche che aumentano i prestiti all'economia reale inglese (non è previsto che la banche utilizzino i fondi al di fuori del Regno Unito) possano aumentare il loro indebitamento presso la Banca d'Inghilterra. Le banche che invece riducono i prestiti all'economia reale devono pagare tassi d'interesse maggiorati e devono fronteggiare una riduzione nella possibilità di indebitamento. Le aperture su questo fronte della Banca d'Inghilterra sono importanti perché provano la volontà di una Banca Centrale di avere un ruolo attivo nella gestione di problemi specifici dell'economia reale di sua competenza, introducendo un certo "controllo di qualità" nelle iniezioni di liquidità.

Lo schema della Banca d'Inghilterra costituisce un precedente e un punto di partenza, ma può e deve essere migliorato. Si tratta di concepire schemi di finanziamento degli scambi internazionali di beni e servizi. Gli ultimi dati pubblicati sul sito della Banca d'Inghilterra mostrano che il FLS ha privilegiato i mutui, mentre le piccole e medie imprese non hanno visto aumentare significativamente i prestiti dalle banche. È chiaro dunque che il meccanismo di incentivazione/sanzione va ben studiato. La BCE potrà imparare dagli errori della Banca d'Inghilterra. Su un punto cruciale però il piano della BCE dovrebbe distaccarsi dallo schema inglese. Mentre il FLS ha come unico scopo il finanziamento interno, la BCE dovrebbe privilegiare un finanziamento che sia, sì, interno all'UEM ma "esterno" dal punto di vista di ogni singolo Stato membro. Appurato che la crisi dell'eurozona è una crisi di bilance dei pagamenti dei singoli Stati membri, la BCE dovrebbe dare priorità al riequilibrio del saldo estero di ogni singolo Stato. Per tale scopo immaginiamo di istituire T3 che, proprio perché si appoggerebbe all'apparato tecnico di T2, avrebbe la struttura adatta per diventare operativo in tempi brevissimi come camera di compensazione per i saldi esteri di ciascuno Stato membro all'interno dell'UEM.

## **5. Conclusioni**

Torniamo da dove siamo partiti. *Unser Schuldbuch sey vernichtet!* : “Sia annullato il libro dei conti!”<sup>[56]</sup>. La frase riportata in epigrafe è tratta dall’Inno alla gioia di Friedrich Schiller. Si tratta di una versione più tarda e più ampia di quello stesso inno che, musicato da Beethoven nell’ultimo movimento della nona sinfonia, è stato scelto come inno ufficiale dell’Unione Europea. Il verso citato evoca un giubileo, un annullamento dei debiti, come forma di pacificazione. Una tradizione del pensiero economico e della pratica politica che attraverso la storia d’Europa, da Solone a Keynes, ha ribadito questo principio: l’alleggerimento ordinato dei debiti è una decisione che, al momento opportuno, può rendersi necessaria per alleviare un peso diventato insopportabile e consentire la ripresa degli scambi. Viceversa, la difesa unilaterale e ostinata dei diritti dei creditori, può portare involontariamente all’esito opposto: a quella cancellazione disordinata, cieca e violenta dei debiti che si realizza nella crisi. Di fronte alla crisi, debitori e creditori sono costretti a riscoprire l’inscindibile solidarietà che li lega: di fronte al baratro, come si dice, sono tutti nella stessa barca, stanno o cadono assieme. Sarebbe opportuno riconoscere fin dal principio questa solidarietà per costruire una comunità di scambi che sia orientata costitutivamente a rendere possibile l’incontro pacifico fra creditori e debitori nel pagamento, che stabilisca l’equivalenza fra entrate e uscite come unico vero punto di equilibrio da anticipare e a cui tendere, che riconosca le posizioni di credito e di debito come allontanamenti simmetrici da tale equilibrio che simmetricamente devono essere corretti. Viceversa, la forma di finanza che è prevalsa negli ultimi decenni, anche nel disegno dell’UEM, è quella che, attraverso la crescita e la liberalizzazione dei mercati finanziari, si fonda proprio sulla procrastinazione continua dei pagamenti, su un gioco di rilanci indefiniti. La crisi in corso è la crisi di questa forma di finanza. Ma è anche l’opportunità per riconoscerlo e per pensare forme alternative e concorrenti, più capaci di servire le esigenze dell’economia reale e di evitare l’accumulazione di squilibri.

Esiste, in Europa, una comprensione critica del pensiero e della pratica che sono incorporati nell’attuale sistema finanziario? Esiste la capacità di pensare e attuare un sistema differente? La nostra rassegna delle manovre che dallo scoppio della crisi stanno delineando la nuova *governance* economica europea sembra suggerire un risposta negativa. In generale, la parte prevalente delle misure è consistita in raffinamenti e rilanci proprio di quell’approccio ai problemi monetari e finanziari che ha condotto alla crisi. Ciò è vero per entrambi i versanti delle politiche anticrisi: dal lato della *crisis prevention* si è assistito al rafforzamento del Patto di stabilità e crescita (SGP) mediante il *Six-pack* e il *Fiscal compact* prima e con il *Two-pack* poi; dal lato del *crisis management* invece, si è assistito a politiche volte a ridare fiducia ai mercati (EFSF, OMT, ESM) per riconsegnare al sistema la stessa illusoria assenza di frammentazione prevalsa prima della crisi, per di più aumentando il livello dell’indebitamento generale (*fixed rate full allotment*, LTRO, CBPP, SMP) con conseguenti squilibri tra banche centrali (saldi TARGET2). Alcuni timidi germogli lasciano in realtà ben sperare. Innanzitutto, la *golden rule*, che riconosce essenziale consentire “investimenti pubblici produttivi” a dispetto di qualsiasi soglia sul debito pubblico. Ma soprattutto la nuova Procedura per squilibri macroeconomici (MIP) che dà finalmente peso a quelle variabili (come le partite correnti, il debito privato, il tasso di cambio effettivo reale) che sono davvero rilevanti al fine di tenere sotto controllo il saldo estero di ciascun paese membro e arrestare l’accumulazione degli squilibri. Inoltre, la MIP riconosce anche la necessità di un approccio simmetrico nella gestione degli squilibri, benché non arrivi a renderlo effettivamente vincolante, giacché mette troppa poca pressione sui paesi in surplus e non prevede un adeguato coordinamento tra paesi nell’implementazione delle politiche economiche. Quest’assenza di effettiva coordinazione e cooperazione proprio là dove si vorrebbe introdurre solleva qualche dubbio sull’adeguatezza del modo in cui coordinazione e cooperazione sono pensate. È, dunque, proprio su questo che bisogna interrogarsi per capire dove possa sorgere un nuovo “patto” europeo come soluzione alla crisi.

Una crisi è il momento più acuto di una malattia, è il *discrimen* dalla cui soluzione dipende in ultima istanza la morte o la guarigione del paziente. Oggi l’Europa, e in particolare l’UEM che dovrebbe

rappresentare lo stato di Europa più avanzato, sta vivendo l'esito di una malattia che è nata con la nascita della moneta unica. L'errore non è stato nella creazione di una sola moneta, ma nell'aver affidato ai mercati finanziari il compito di una *unificazione* europea che ha imposto di pensarla e attuarla in termini di una *uniformazione* (convergenza, patti di stabilità e così via). La crisi rivela il fallimento dell'euro come moneta unica uniformante. Dalla nascita dell'euro è sorta una divergenza tra paesi membri in termini economici reali, proprio mentre non sembrava esistere alcuna differenza tra loro in termini finanziari. Quando anche i mercati finanziari hanno iniziato a distinguere tra paesi, lì è emerso con forza il problema delle bilance dei pagamenti che già si era palesato nella parte corrente, disincantando dalle narrazioni sulla convergenza e soprattutto dall'assunto che le bilance dei pagamenti all'interno dell'unione monetaria non contassero.

L'Europa oggi si trova, dunque, a dover fronteggiare uno squilibrio interno, una *stásis*, che è assieme stagnazione e guerra intestina. Guerra che deriva proprio dall'aver voluto neutralizzare fin dall'inizio la possibilità di ogni guerra, con una *reductio ad unum* dimentica dei distinti. Ma questi distinti esistono, ed esistono in particolare in riferimento ai confini nazionali. Neanche la finanza è riuscita a cancellarli e a renderli inattuali. L'Europa è in crisi per non aver saputo pensare adeguatamente ciò che ha mosso la sua costituzione, e per il quale ha vinto anche un nobel, vale a dire la pace. Ha scelto la pace armonizzante all'unisono. Non ha invece scelto una pace che nella competizione renda *comuni* i distinti, rispettandone l'autonomia; una pace cioè che permetta ai distinti di convenire, restando distinti. Da un punto di vista economico (quello adottato in questa sede) la possibilità di conseguire e preservare la pace, e di evitare guerre commerciali e chiusure nazionalistiche, richiede l'istituzione di un sistema monetario che renda i debiti pagabili, che renda concepibile e attuabile la chiusura del rapporto debitore-creditore, che renda possibile il pagamento dovuto, il quale dall'etimo significa appunto "fare la pace", "placare". Un sistema che renda i contraenti *liberi* di *obbligarsi* reciprocamente, assumendosi tutte le responsabilità che derivano dall'obbligazione di contribuire solidalmente a quel pagamento.

Si è liberi solo nella necessità compresa, diceva Spinoza. E la necessità che l'Europa deve riconoscere è proprio questa: ci sono destini distinti per ciascuna nazione il cui benessere è tuttavia congiunto ai destini delle altre nazioni. Questa constatazione continua a essere vera per l'Europa, a dispetto di utopiche pretese di uniformazione. Economicamente questi distinti chiedono di essere considerati distinguendo le bilance dei pagamenti dei singoli stati membri alle quali oggi va ridata importanza. Per farlo, occorre pensare un sistema monetario articolato in modo da rendere possibile un equilibrio tendenziale di tutte le bilance dei pagamenti. L'auspicio dunque è che si riesca a costruire una struttura istituzionale che non porti i paesi membri a convergere, a *uniformarsi*, ma piuttosto a *equilibrarsi*, allentando i vincoli sul bilancio pubblico e rendendo più stringenti i vincoli sul bilancio estero. L'applicarsi verso l'equilibrio e non verso la convergenza ci sembra la preconditione ideale per una pace europea, senza essere in contrasto con i disegni di chi ha in mente quella conformazione utopica chiamata "Stati Uniti d'Europa".

Abbiamo così avanzato una proposta di riforma che prova a identificare una struttura istituzionale capace di consegnare ai paesi membri un equilibrio intraeuropeo. L'abbiamo fatto tenendo conto di alcuni fattori importanti che derivano dall'analisi della crisi. In primo luogo si devono fornire alle banche gli incentivi adatti per convogliare il denaro creato *ad hoc* dalla BCE all'economia reale; ciò al fine di preservare il corretto funzionamento del "meccanismo di trasmissione della politica monetaria" che oggi sembra essersi inceppato proprio perché le banche non mettono il credito dove è richiesto (Swiston, 2008). "Fornire alle banche gli incentivi adatti" non significa pensare a disegni dirigistici delle autorità europee, magari nella forma di controlli sui movimenti dei capitali, come è già avvenuto nel caso di Cipro – il che davvero comporterebbe una brusca inversione nel processo d'integrazione europeo. Significa invece rinforzare il principio della concorrenza anche nel comparto finanziario, non imponendo agli operatori privati ulteriori obblighi o costrizioni, ma offrendo loro una *facility* aggiuntiva, che loro stessi possano scegliere liberamente di adottare o meno. Da questo punto di vista, la nostra proposta condivide lo spirito della *Tobin tax* per la quale è stata recentemente avviata una cooperazione

rafforzata fra 11 paesi dell'UEM: non un blocco coercitivo e indiscriminato dei movimenti dei capitali ma un costo aggiuntivo per le operazioni finanziarie più speculative e destabilizzanti.<sup>[57]</sup> In secondo luogo, si devono istituire regole che rendano vincolanti i programmi di politica economica “simmetrica” tra paesi membri già previsti dal MIP. All'atto d'istituzione del nuovo sistema che abbiamo chiamato TARGET3, i paesi dovrebbero accordarsi sul tipo di politiche da adottare in caso di squilibri, da un lato e dall'altro, in vista di quello scopo comune, riconosciuto come socialmente ottimale, rappresentato dall'equilibrio delle bilance dei pagamenti all'interno dell'UEM in riferimento agli scambi commerciali e agli investimenti diretti.

La nostra proposta si caratterizza per essere moderata, non radicale, perché introduce un semplice cambiamento nelle operazioni di rifinanziamento effettuate dalla BCE in modo da distinguere i costi di rifinanziamento per le banche a seconda della destinazione d'uso: un costo più alto per “investimenti di portafoglio”, uno più basso per scambi commerciali e investimenti diretti all'interno dell'UEM. La riforma della *governance* che ne consegue non comporta l'abolizione o l'alterazione di vecchie istituzioni, ma la creazione a costo zero di un'istituzione nuova. L'avvio di TARGET3 è, inoltre, facilmente implementabile sul piano pratico, in quanto si basa sull'apparato tecnico già funzionante ed efficiente di TARGET2. La soluzione della crisi debitoria dell'Europa non richiede afflussi finanziari dall'esterno, ma comporta unicamente la creazione di uno spazio che consenta ai paesi europei di tornare a farsi credito a vicenda responsabilmente. La sua attuazione dipende, dunque, soltanto dalla capacità dei paesi europei di costruire una vera *casa comune*, in nome di quella corrispondenza tra luogo e ordine, tra l'abitare e lo scambio distributivo, che è alla radice dell'economia. La possibilità di uscire dalla crisi dipende, in ultima istanza, dalla capacità dell'Europa di pagare il suo debito con se stessa.

## Riferimenti

- Abad, Jose, Axel Loeffler e Holger Zemanek (2011), "TARGET2 Unlimited: Monetary Policy Implications of Asymmetric Liquidity Management within the Euro Area", *CEPS Policy Brief*, July.
- Alessandrini, P, M Fratianni, A Hughes Hallett, and A Presbitero (2012), "External imbalances and financial fragility in the Eurozone", *MoFiR working paper*, No. 66.
- Altomonte, C. and A. Villafranca (2010). Not only Public Debt: towards a new Pact on the Euro. *ISPI Policy Brief*, No. 198, October 2010.
- Amato, Giuliano e Roberto Gualtieri (a cura di) (2013). *Prove di Europa unita. Le istituzioni europee di fronte alla crisi*. Astrid – Passigli Editori, Firenze.
- Amato, Massimo (2010). *L'enigma della moneta e l'inizio dell'economia*. Et al./Edizioni, Milano.
- Amato, Massimo e Luca Fantacci (2012). *Salvare il mercato dal capitalismo. Idee per un'altra finanza*. Donzelli, Roma.
- Amato, Massimo e Luca Fantacci (2009). *Fine della finanza. Da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*. Donzelli, Roma, 2a ed. 2012 (ed. ingl. *The End of Finance*, Polity Press, Cambridge 2011).
- Arcand, Jean-Luis, Enrico Berkes and Ugo Panizza (2012). Too Much Finance. *IMF Working Paper*, WP/12/161, June 2012.
- Bagnai, Alberto (2012a). *Il tramonto dell'euro*. Imprimatur editore.
- Bagnai, Alberto (2012b). Unhappy Families are All Alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth, and the Eurozone Peripheral Crises. *Iniziativa para la Transparencia Financiera*, Technical Paper. June.
- Bastasin, Carlo e Franco Bruni (2002). Una nuova forza per il patto. *La Stampa*, 25 settembre.
- Biondi, Yuri e Luca Fantacci (2012). « Les banques, sont-elles solubles dans le marché ? A propos de la comptabilisation de la dette grecque à sa « juste valeur » », *Économies et Sociétés, Série «Entreprise et finance»*, KF, n° 2, 3/2012, pp. 571-584.
- Brancaccio, Emiliano (2012). Current account imbalances, the Eurozone Crisis, and a Proposal for a "European Wage Standard". *International Journal of Political Economy*, Volume 41, Number 1 / Spring 2012, pp. 47 – 65.
- Cecioni, Martina and Giuseppe Ferrero (2012). Determinants of TARGET2 imbalances. *Bank of Italy, Occasional Papers (Questioni di Economia e Finanza)*, September 2012.
- Cesaratto, Sergio (2012), Controversial and novel features of the Eurozone crisis as a balance of payment crisis, *Università degli Studi di Siena, Quaderni del dipartimento di economia politica*, n. 640.
- CESifo (2012). The European Balance of Payment Crisis. *Forum Volume 13. Special Issue January 2012*, edited by Hans-Werner Sinn.
- Cherif, Reda and Fuad Hasanov (2012). Public Debt Dynamics: The Effects of Austerity, Inflation, and

Growth Shocks. *IMF Working Paper*, WP/12/230, September 2012.

Consiglio Europeo (2013a). Comunicato Stampa, 3227a sessione del Consiglio, Economia e finanza. 6962/13, Bruxelles, 5 Marzo 2013.

Consiglio Europeo (2013b). Conclusioni. EU/CO 23/13, Bruxelles, 14-15 Marzo 2013.

Cour-Thimann, Philippine (2013). Target Balances and the Crisis in the Euro Area. *CESifo Forum*, Volume 14, April 2013.

De Grauwe, Paul (2012). How to avoid a double-dip recession in the eurozone. *CEPS Commentaries – Economic Policy*, 15 November 2012.

De Mooij, Ruud and Michael Keen (2012), “Fiscal Devaluation” and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times. *IMF Working Paper* no. 12/85. Forthcoming in Alesina and Giavazzi (eds.), *Fiscal Policy After the Crisis* (National Bureau of Economic Research).

Economist (2013). The euro-zone crisis. Just when you thought it was safe..., 23 marzo 2013

Eichengreen, Barry (1993). *Reconstructing Europe's Trade and Payments. The European Payments Union*. Manchester University Press, Manchester.

European Central Bank (2010). Monetary Policy in Exceptional Times. *Working Paper Series*, No 1253. October 2010.

European Commission (2013). Results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances. COM(2013) 199 final, Brussels, 10.4.2013.

European Commission (2012a). Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances. *Occasional papers 92 | February 2012*.

European Commission (2012b). Completing the Scoreboard for the MIP: Financial Sector Indicator. SWD(2012), Brussels, 389 final, 14.11.2012.

European Commission (2012c). Alert Mechanism Report – 2013. COM(2012) 751 final, Brussels, 28.11.2012.

European Commission (2012d). Statistical Annex accompanying the Alert Mechanism Report – 2013. SWD(2012) 421 final, Brussels, 28.11.2012.

European Commission (2012e). The quality of public expenditure in the EU. *Occasional Papers 125 | December 2012*.

European Commission (2006). Quarterly report on the euro area. ISSN 1725-5759, Volume 5, N° 4.

Fubini, Federico (2013). Manca il credito alle piccole e medie imprese. Crisi, la Bce studia la nuova risposta. *Corriere della Sera*, 17 febbraio 2013, p. 24.

Giavazzi, F. and L. Spaventa (2010). Why current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area. *Discussion Paper 8008*, CEPR.

Goodhart, C.A.E. (1975a). Problems of Monetary Management: The UK Experience. *Papers in Monetary Economics*, Volume I, Reserve Bank of Australia.



Kaplan, J. J. e G. Schleiminger (1989) *The European Payments Union. Financial Diplomacy in the 1950s*. Clarendon Press, Oxford.

Keynes, J. M. (2011). *Eutopia. Proposte per una moneta internazionale*, et al. Edizioni, Milano.

Marzinotto, Benedicta, Jean Pisani-Ferry and André Sapir (2010). Two crises, two responses. *Bruegel policy brief*, 2010/01, March 2012.

Marzinotto, Benedicta, Guntram B. Wolff, Mark Halleberg (2012). An Assessment of the European Semester. *European Parliament – Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy*, October 2012.

Maisano, Leonardo (2013). Berlino alla BCE: non compri gli Abs. *Il Sole 24 Ore*, 12 Maggio 2013, p.7.

Merler, Silvia, and Jean Pisani-Ferry (2012a). Sudden Stops in the Euro Area. *Policy Contribution 2012/06, Bruegel*.

Merler, Silvia, and Jean Pisani-Ferry (2012b). The Simple Macro-Economics of North and South in EMU. *Policy Contribution 2012/12, Bruegel*.

Micossi, Stefano e Fabrizia Peirce (2013). L'Esm e i debiti sovrani del Paesi dell'Eurozona. In Amato e Gualtieri (2013).

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2013). Documento di Economia e Finanza (DEF) 2013. Sezione | Programma di Stabilità dell'Italia, deliberato dal Consiglio dei Ministri il 10 Aprile 2013.

Münchau, Wolfgang (2013). It makes little sense but I'm a eurofanatic. *Financial Times*, 20 maggio 2013.

Napolitano, Giulio e Marino Perassi (2013). La banca centrale europea e gli interventi per la stabilizzazione finanziaria: una nuova frontiera della politica monetaria?. In Amato e Gualtieri (2013).

Papetti, Andrea (2013). *TARGET2: Coping With Intra-Euro Imbalances*, tesi di laurea specialistica, Università Bocconi (relatori: Massimo Amato e Franco Bruni; controrelatore: Luca Fantacci).

Paus, Lisa e Axel Troost (2011), "A European Clearing Union – The Monetary Union 2.0", mimeo (available at: [http://transform-network.net/uploads/tx\\_news/A\\_European\\_Clearing\\_Union\\_March\\_2011\\_02.pdf](http://transform-network.net/uploads/tx_news/A_European_Clearing_Union_March_2011_02.pdf)).

Pisani-Ferry, Jean (2012). The known unknowns and unknown unknowns of EMU. *Policy Contribution 2012/18, Bruegel*.

Swiston, Andrew (2008), A U.S. Financial Condition Index: Putting Credit Where Credit is Due, *IMF Working Paper/08/161*.

[1] Il presente lavoro scaturisce da un'intensa collaborazione su questi temi con Massimo Amato, che ha contribuito, come coautore e come supervisore, a precedenti elaborazioni delle idee qui sviluppate (si veda, in particolare, Amato e Fantacci 2012 e Papetti 2013). Senza associarli alle nostre posizioni, e tantomeno a nostri eventuali errori, desideriamo ringraziare Franco Bruni, Lucio Gobbi e Ronny Mazzocchi per le loro osservazioni su versioni precedenti e parziali di questo lavoro.

[2] Si veda, in particolare, la recente polemica in relazione al lavoro di Reinhardt e Rogoff che sembrava indicare l'esistenza di una correlazione negativa fra il tasso di crescita di un'economia e il livello del suo debito pubblico (segnatamente per livelli superiori al 90 percento del PIL). L'idea che esistesse una simile correlazione (e che si trattasse di una relazione causale, cosa peraltro non dimostrata dagli autori), ha giocato un ruolo non marginale nell'ispirare le politiche di *austerity*, i cui effetti benefici sono stati poi messi in discussione perfino da parte di economisti di quel FMI che le ha predicate e promosse per decenni: "In un contesto economico fragile, la probabilità che una terapia di *austerity* risulti controproducente è assai più elevata che in tempi normali" (Cherif e Hasanov, 2012).

[3] Per un'esegesi dei principali autori che hanno contribuito a questa tradizione, si veda Amato (2010).

[4] Sulla storia della UEP esistono pochi, ma significativi, studi. Fra questi rimandiamo in particolare a Kaplan e Schleiminger (1989) e Eichengreen (1993).

[5] Nello specifico, le fasi procedurali introdotte dal Semestre europeo per ogni anno sono:

- gennaio: presentazione da parte della Commissione dell'Indagine Annuale sulla Crescita (AGS – *Annual Growth Survey*);

- febbraio/marzo: fissazione delle linee guida di politica economica e di bilancio a livello europeo e a livello di Stati membri da parte del Consiglio europeo;

- metà aprile: presentazione da parte dei singoli stati dei Programmi Nazionali di Riforma (NRP – *National Reform Programmes*, da realizzare nell'ambito della strategia "Europa 2020") e i Programmi di Stabilità e Convergenza (SCP – *Stability and Convergence Programmes*) richiesti dall'applicazione del Patto di Stabilità e Crescita (SGP);

- giugno: elaborazione di raccomandazioni da parte della Commissione con modifiche e approvazione del Consiglio europeo;

- soltanto nella seconda metà dell'anno i paesi membri possono approvare le rispettive leggi di bilancio. Nell'AGS dell'anno successivo la Commissione dà conto dell'effettiva applicazione delle raccomandazioni da parte degli stati membri.

Il programma procedurale appena illustrato è quello prevalso nella prima versione del Semestre europeo applicata nel 2011.

[6] Si veda Marzinotto *et al.* (2012).

[7] Si veda Amato e Gualtieri (2013).

[8] Di fatto, questa regola risulterà applicabile soltanto a partire dal 2016 per tutti gli stati tranne Estonia, Lussemburgo e Finlandia (Amato e Gualtieri, 2013: 33).

[9] Per i paesi che non hanno adottato l'euro, invece delle sanzioni è prevista la sospensione dei fondi strutturali (*Cohesion funding*).

[10] Con la riforma del 2005 questa definizione è andata a sostituire quella del 1997: "una decrescita annuale del PIL reale di almeno il 2%".

[11] Oltre al caso determinato da una "grave recessione economica" viene anche previsto il caso di "un evento inconsueto non soggetto al controllo dello Stato membro interessato" con "rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria della pubblica amministrazione".

[12] Si veda Amato e Gualtieri (2013).

[13] Tale principio potrebbe essere rafforzato dall'utilizzo di strumenti *ad hoc* per il finanziamento di specifici investimenti come i *project bond* che introdurrebbero una differenziazione dei canali di finanziamento per diversi titoli di spesa pubblica, in modo da non concorrere all'aumento di un debito pubblico indifferenziato.

[14] Carlo Bastasin e Franco Bruni si erano fatti promotori di una simile proposta già dal 2002 sulle colonne della Stampa. Si veda ad esempio Bastasin e Bruni (2002).

[15] Cfr. European Commission (2012e). In particolare la Commissione era preoccupata degli effetti di *moral hazard* della *golden rule*. Essa potrebbe portare alla "riclassificazione di alcune voci specifiche di spesa corrente come voci di spesa in conto capitale in modo da ridurre le cifre rilevanti per il calcolo del disavanzo". Come se non ci fossero già margini discrezionali ampi e discutibili nella formazione dei conti pubblici... Quando si entra nell'ottica dell'uniformazione a criteri generali, è inevitabile che si pongano problemi di questo ordine, ma non è detto che il modo migliore di affrontarli sia di rimuoverli.

[16] Con "braccio preventivo" si intende la procedura, interna al Semestre, in base alla quale tutti gli Stati membri sono tenuti a presentare entro aprile (all'indomani del Consiglio europeo di marzo) i loro programmi di stabilità e di convergenza, sottoponendoli al vaglio della Commissione.

[17] Cfr. Consiglio Europeo (2013b).

[18] Entro il 31 luglio 2013, la Commissione è chiamata "a esaminare e riferire modi per equilibrare la necessità di investimenti pubblici produttivi con gli obiettivi della disciplina di bilancio" (cfr. Consiglio Europeo, 2013a).

[19] Il 29 maggio 2013 la Commissione valuterà la chiusura dell'EDP, dopodiché bisognerà attendere che le autorità europee si pronuncino definitivamente sulla *golden rule*.

[20] Secondo le previsioni del DEF 2013, Ministero dell'Economia e delle Finanze (2013).

[21] Cfr. European Commission (2012a).

[22] L'ESRB è stato istituito il 16 dicembre 2010 come organo indipendente di supervisione macro-prudenziale e di valutazione del rischio sistemico all'interno dell'Unione. Insieme a *European Banking Authority* (EBA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), *European Securities and Markets Authority* (ESMA), *Joint Committee of the European Supervisory Authorities* (ESA), costituisce lo *European System of Financial Supervision* (ESFS).

[23] Cfr. European Commission (2012c).

[24] La Commissione (cfr. European Commission, 2012a: 3) ha tenuto a sottolineare che tali soglie non costituiscono né strumenti né target di politica economica e che la Commissione stessa usa tali soglie come guida per il riconoscimento di uno squilibrio macroeconomico senza alcuna applicazione "meccanica" e in riferimento al "contesto economico generale" e a "qualsiasi altra informazione rilevante".

[25] Cfr. Altomonte e Villafranca (2010).

[26] Cfr. European Commission (2012a). A questi dieci la Commissione sta lavorando per aggiungerne un undicesimo per meglio "catturare il legame tra economia reale e settore finanziario". Stando a

European Commission (2012b) dovrebbe essere “il tasso di crescita delle passività del settore finanziario”.

[27] Cfr. European Commission (2012c).

[28] Cfr. European Commission (2013).

[29] Lo squilibrio macroeconomico degli altri 11 paesi individuati dall'AMR non è stato giudicato eccessivo dall'IDR. Gli 11 paesi sono: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Olanda, Finlandia, Svezia, Regno Unito. Tali paesi dovranno tener conto dei risultati dell'IDR nei programmi di stabilità/convergenza/riforma.

[30] Cfr. European Commission (2012a).

[31] Nostri calcoli su dati Eurostat.

[32] Cfr. European Commission (2012d).

[33] Gli ultimi dati per la Germania mostrano un indicatore più o meno stazionario al 6% (2010: 6,1%; 2011: 5,9%).

[34] Si veda anche Bagnai (2012a: 236).

[35] Anche la Commissione ha questa visione, come già fatto notare (cfr. nota 24), salvo che tra le soglie dello *scoreboard* c'è anche quella famosa del 60% sul debito pubblico che, come sappiamo, è un parametro cui sembra si voglia forzatamente convergere.

[36] In sostanza, si tratta di vedere se e in che modo sia ancora possibile tracciare quella distinzione che, da Bagehot in poi, segna il limite per l'azione del prestatore di ultima istanza.

[37] Cfr. Amato e Fantacci (2009), in part. pp. 31-42.

[38] ECB/2010/5 n.2, GU L124, 20/05/2010, pp. 8-9.

[39] Come precisato dal Presidente della BCE in una dichiarazione del 7 agosto 2011 e, di nuovo, in occasione dell'inaugurazione dell'anno accademico 2012/2013 dell'Università Bocconi, il 15 novembre 2012 (cit. in Napolitano e Perassi, 2012: 47-48).

[40] “In questo modo [con l'introduzione del *fixed-rate full allotment*], [la BCE] ha rinunciato alla facoltà di determinare la quantità di liquidità fornita al mercato rimettendo tale decisione alle sue controparti” (ECB, 2010: 20).

[41] ECB/2010/5 n.2, GU L124, 20/05/2010, pp. 8-9.

[42] Si rimanda, a questo proposito, a quanto argomentato in Amato e Fantacci (2009: 48-49).

[43] Una prima versione è del 26 giugno 2012 (PCE EUCO 120/12); la versione intermedia è del 12 ottobre 2012; e la versione finale, “scritta in stretta collaborazione con José Manuel Barroso, Presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker, Presidente dell'Eurogruppo, e Mario Draghi, Presidente della Banca Centrale Europea”, è del 5 dicembre 2012 (sono tutti reperibili sul sito del Consiglio Europeo all'indirizzo: <http://www.european-council.europa.eu/the-president/eurozone-governance?lang=it>).

[44] Si può davvero pensare che basti un “collante emotivo” (“*emotional glue*”) come è stato invocato da un osservatore autorevole e pure molto critico dell’attuale *governance* economica europea (Münchau 2013)?

[45] E’ possibile vedere questo fenomeno come una ricorrenza particolare della c.d. Goodhart’s Law, secondo cui “quando una misura diventa un target, cessa di essere una buona misura” (Goodhart 1975). Tali meccanismi di aspettative che si autorealizzano sono rafforzate dai criteri contabili al fair value. Su questo punto si veda Biondi e Fantacci (2012).

[46] C’è una correlazione positiva (negativa) molto forte tra il volume di rifinanziamento richiesto alla BCE da parte del settore bancario di un paese della periferia (centro) e l’andamento delle passività (attività) T2 della banca centrale nazionale a cui quel settore bancario fa riferimento.

[47] Cf. European Commission (2006).

[48] Cfr. CESifo (2012); Cesaratto (2012); Pisani-ferry (2012); Merler and Pisani-Ferry (2012b);

[49] Cfr. Altomonte e Villafranca (2010); Bagnai (2012a, 2012b).

[50] Cfr. Abad *et al.* (2011); Cecioni e Ferrero (2012); Merler and Pisani-Ferry (2012a); Cour-Thimann (2013).

[51] Cit. in Fubini (2013).

[52] Cit. in Maisano (2013).

[53] I principi fondamentali che sottendono questo progetto sono ispirati al piano per la Clearing Union elaborato da J. M. Keynes per la riforma del sistema monetario internazionale nel secondo dopoguerra (Keynes 2011). Al medesimo piano s’ispira una proposta, assai diversa dalla nostra, avanzata qualche anno fa da due deputati tedeschi (Paus e Troost 2011).

[54] È opportuno, a questo proposito, sollevare alcune domande le cui risposte competono a chi, ben più di noi, ha dimestichezza con gli istituti giuridici europei e con il diritto monetario. La domanda principale è: come si configurano i saldi T2 sotto il profilo legale? Normalmente ci si riferisce ad essi in termini di crediti e debiti. Al credito T2 di una banca centrale nazionale (BCN) corrisponde un debito T2 di un’altra BCN. Tale rapporto non è bilaterale ma multilateralizzato dalla BCE, la quale avrà dunque un debito T2 verso la prima BCN ed un credito verso la seconda BCN. Così il bilancio della BCE è sempre a zero e ciascuna BCN può “spendere” il proprio credito verso qualunque altra BCN. Per “spendere” s’intende che il paese creditore registra un flusso di euro che va nella direzione opposta a quella che aveva dato origine al credito stesso (per intenderci, la banca privata tedesca dopo aver ricevuto gli euro relativi al rimborso dei propri prestiti esteri decide di investirli nuovamente all’estero (verso altri paese dell’area-euro), riducendo in tal modo i crediti T2). Ma qualora questi crediti T2 non vengano spesi cosa può giuridicamente esigere la BCN creditrice? E posto che a quel credito T2 corrisponde una passività T2 della BCE, come può la BCE pagare i propri debiti verso le BCN? Perché infine la BCE non registra nel proprio bilancio i saldi T2 se rappresentano sue obbligazioni verso le altre BCN? In definitiva, possiamo davvero qualificare i saldi T2 come crediti/debiti?

[55] L’imposizione di oneri sui saldi attivi, che potrebbe apparire vessatoria, in realtà è contemplata anche dal governatore Draghi quando valuta la possibilità di imporre tassi d’interesse negativi sulle riserve eccedentarie delle banche presso la stessa BCE.

[56] O, come si è recentemente scoperto da un manoscritto inedito di Schiller: “Sia distrutto ogni

certificato di debito” (*Jeder Schuldschein sei zernichtet*). Una formulazione più vicina a Solone e meno a Lutero.

[57] Per un’interpretazione della Tobin tax come modo per discriminare fra movimenti di capitale speculativi e investimenti reali a lungo termine, si veda Amato e Fantacci (2012: 74-77).