

# POLITICA ECONOMICA - 19:

La crisi finanziaria, la crisi dei debiti sovrani e le risposte dell'UE.

---

## LIBRO DI RIFERIMENTO:

ENRICO MARELLI E MARCELLO SIGNORELLI (2015), «POLITICA ECONOMICA. LE POLITICHE NEL NUOVO SCENARIO EUROPEO E GLOBALE», GIAPPICHELLI EDITORE, TORINO.

# La crisi finanziaria negli USA: la bolla immobiliare ed i mutui *subprime*

- **Contesto prima della crisi:**
  - *Great moderation*, globalizzazione, finanziarizzazione, liberalizzazioni, instabilità, crisi finanziarie, *global imbalances* (cfr. cap. 14).
- **Politica monetaria** negli USA: molto **accomodante** nel corso degli anni 2000
  - in particolare nel 2003-04 (dopo lo scoppio della bolla della *New Economy* nel 2001-02 e relativa recessione), con tassi sui *Fed funds* all'1%.
- Forte crescita del **credito al consumo** e degli acquisti di **immobili** (prezzi delle case aumentati non solo negli USA, ma anche in UK, Irlanda, Spagna).
  - i **debitori subprime** (oltre 1/5 dei mutui concessi nel 2004-07) hanno un merito di credito assai contenuto, a causa dell'elevato rischio di insolvenza;
  - i mutui venivano poi **cartolarizzati** e si propagavano per il sistema bancario (*mortgage backed securities*, sottospecie delle *asset backed securities, ABS*). Mutui concessi dalle banche non con capitale proprio ma con capitali presi a prestito (**leva finanziaria** elevata);
  - ma fin quando il prezzo delle case continuava a salire, le banche entravano in possesso di immobili di valore più elevato rispetto a qualche tempo prima, realizzando dei guadagni anche in caso di insolvenza.
- Dopo il **cambiamento di politica monetaria** (rialzo dei tassi di interesse della Fed a partire dal 2005-06): aumento delle **insolvenze** nel mercato dei **mutui sub-prime**
  - Quando il prezzo delle case ha iniziato a diminuire e le insolvenze sono aumentate, **la bolla immobiliare è scoppiata** ed il problema si è riversato sui bilanci delle banche.
- In breve tempo la crisi ha **contagiato** l'intero sistema finanziario internazionale.

# Prime difficoltà delle banche (2007-08)

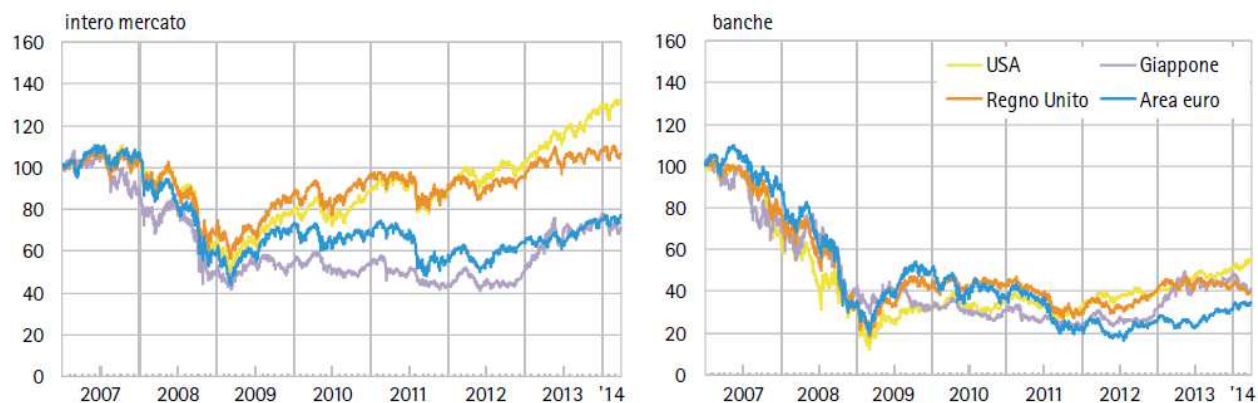
- All'inizio di agosto 2007, **forte aumento dei tassi di interesse** nei mercati **interbancari**: chiaro segnale di sfiducia tra gli operatori per l'aumento del rischio di controparte.
- **Prime banche in difficoltà:**
  - alcune banche (come *Bear Stearns* già nel luglio 2007) dichiararono forti perdite di valore dei fondi legati al mercato immobiliare;
  - 9 agosto 2007: annuncio del gruppo bancario *Bnp* relativo al congelamento di tre fondi di investimento (legati al mercato USA dei mutui *sub-prime*);
  - Settembre 2007: crisi nel Regno Unito della *Northern Rock*;
  - Perdite annunciate da grandi gruppi come *UBS*, *Citygroup* e *Merryl Lynch*;
  - Febbraio 2008, salvataggio della *Northern Rock* da parte del governo inglese (a seguito della "corsa agli sportelli").
- L'intervento iniziale di **governi e banche centrali** ha garantito il "salvataggio" nei casi di insolvenza, assicurando una certa stabilità al sistema, facendo valere il principio ***too big to fail***
  - evitare il fallimento di istituzioni finanziarie di così grandi dimensioni che altrimenti determinerebbe "crisi sistemiche".
- Gli interventi delle banche centrali hanno **ridotto la gravità della crisi di liquidità** (contenendo l'aumento dei tassi di interesse interbancari).

# L'esplosione della crisi finanziaria

- Settembre 2008: **fallimento di Lehman Brothers**
  - Società specializzata nell'*investment banking* (fondata a metà '800);
  - decisione dei policymaker di **non procedere al salvataggio**, mentre poco prima vi era stato il commissariamento di *Fannie Mae* e *Freddie Mac* (colossi del credito ipotecario) e poco dopo la "nazionalizzazione" di *AIG* (gigantesco istituto assicurativo).
- La **fiducia** tra gli operatori è **crollata** a tutti i livelli, con preoccupanti effetti di **contagio**. Gli scambi sui mercati interbancari si sono arrestati.
  - In fasi di forte instabilità gli agenti **perdono la fiducia nelle controparti** e ciò si è verificato anche nel caso dei rapporti di credito e debito tra le stesse banche, con **aumenti dei tassi d'interesse nel mercato interbancario**.
- Rovinose **cadute sulle borse** mondiali.
  - I mercati borsistici hanno subito pesanti perdite (fino a 2/3 dai massimi precedenti), seguendo poi andamenti altalenanti dovuti all'elevata incertezza, ma con una prevalente tendenza al rialzo a partire da marzo 2009 (tranne l'Eurozona).
- "Ristagno della liquidità" che ha dato luogo ad un fenomeno di restrizione del credito da parte delle banche (**credit crunch**), con successive conseguenze reali.

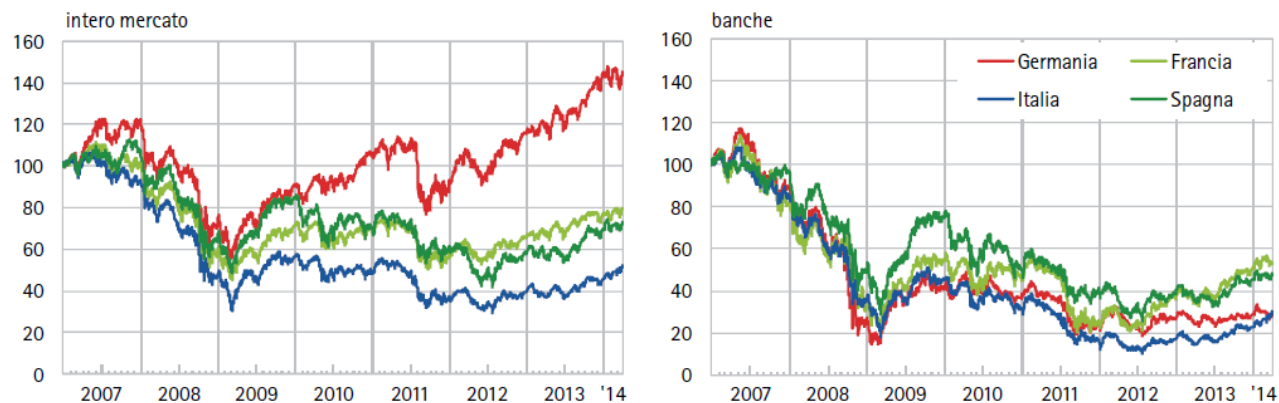
# Il crollo delle borse

**Fig. 1 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/03/2014; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters. Gli indici considerati per l'intero mercato sono lo S&P500 (USA), il Topix (Giappone), il Ftse100 (Regno Unito) e l'Euro Stoxx 50 (Area euro), mentre per il settore bancario sono, rispettivamente, lo S&P500 Banks, lo Japan Ftse Banks, lo UK Ftse Banks e l'Euro Stoxx Banks.

**Fig. 2 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'Area euro**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/03/2014; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters. Gli indici considerati per l'intero mercato sono il Dax30 (Germania), il Cac40 (Francia), l'Ibex35 (Spagna) e il Ftse Mib (Italia), mentre per il settore bancario sono gli indici Ftse Banks dei rispettivi paesi.

*Fig. 19.1 – Andamenti degli indici azionari*

# La propagazione della crisi

---

- I canali attraverso cui la crisi finanziaria è divenuta presto **crisi della economia reale** sono diversi:
  - i. il già citato ***credit crunch***, per cui le imprese hanno riscontrato crescenti difficoltà a farsi concedere (o confermare) prestiti dalle banche (causando il blocco degli investimenti ed in molti casi anche carenza di liquidità per la gestione corrente);
  - ii. **effetti ricchezza** negativi, dovuti alla perdita di valore di azioni ed obbligazioni (con conseguente freno ai consumi);
  - iii. **effetti aspettative** perversi, per cui in un clima d'incertezza fa miglie ed imprese rinviando gli acquisti;
  - iv. la generalizzata **preferenza per la liquidità**, in un contesto di avversione al rischio;
  - v. non appena la produzione ha cominciato a restringersi, la contrazione della domanda si è propagata tra tutti i paesi attraverso il **com-mercio mondiale**.

# La Grande Recessione

- **Recessione economica** (estesa a tutta la prima metà del 2009), con drastica riduzione della **produzione industriale** e del **pil**.
  - soprattutto nei grandi paesi esportatori (Giappone, Germania, Italia); oltre a UK, Irlanda (e, al di fuori dell'UE, in Russia);
  - Cina e India hanno invece subito solo una lieve decelerazione nella crescita;
  - contrazione del **commercio internazionale**: il 16% fino all'estate 2009 (nel 2009 superiore in media al 10%).
- **Deflazione**, dopo l'elevata inflazione di metà 2008.
  - Livello dei prezzi in diminuzione in alcuni paesi (per diversi mesi del 2009).
- **Effetti** più o meno **ritardati sul mercato del lavoro**.
  - **Disoccupazione** aumentata quasi ovunque, ma con **differenti risposte** nel mercato del lavoro.
  - Nei paesi più **flessibili** (USA, UK, Irlanda, Spagna): forti aumenti immediati
    - Raddoppio negli USA, fin quasi il 10% (ora ridotta alla metà); valori molto elevati in Spagna, Irlanda, paesi baltici.
  - Aumento **minore** – o ritardato – nei paesi con meccanismi di flessibilità “interna” (aggiustamento dell'orario di lavoro e **labour-hoarding**) e/o ammortizzatori sociali (come la **CIG** in Italia); nullo in Germania.
    - Aumento più contenuto in presenza di reazione dell'offerta di lavoro (fenomeno dei **lavoratori scoraggiati**). Ma rischi di **persistenza** e di **disoccupazione strutturale** (ad es. in Italia).

# Il crollo del Pil

*Tab. 19.1 – Tassi di crescita del Pil reale*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Germania	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	1,5	1,5	2,0
Irlanda	5,2	-3,0	-6,4	-0,3	2,8	-0,3	0,2	4,8	3,5	3,6
Grecia	3,5	-0,4	-4,4	-5,4	-8,9	-6,6	-3,9	1,0	2,5	3,6
Spagna	3,8	1,1	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,3	2,5
Francia	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3	0,4	1,0	1,8
Italia	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,3	-1,9	-0,5	0,6	1,3
Cipro	4,9	3,6	-2,0	1,4	0,3	-2,4	-5,4	-2,8	0,4	1,6
Portogallo	2,5	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-3,3	-1,4	1,0	1,6	1,7
Eurozona	3,1	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8	1,3	1,9
Regno Unito	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	2,6	2,6	2,4
UE	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,4	0,0	1,3	1,7	2,1
Stati Uniti	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	3,5	3,2
Giappone	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,8	1,6	0,4	1,3	1,3

Fonte: European Commission (European Economic Forecast, Winter 2015).

Nota: \* i dati 2014-2016 sono previsioni.



# Risposte di politica economica alla crisi

- La **Grande Recessione** è stata subito confrontata con la **Grande Depressione** degli anni '30.
  - In effetti una caduta così intensa e generalizzata dell'attività produttiva non si riscontrava nel mondo da circa otto decenni.
- Le analisi comparate evidenziano che per intensità e rapidità della caduta – non solo degli indici azionari ma anche di attività reali e commercio – la crisi recente è stata **più grave** rispetto a quella degli anni '30. Ma anche la **ripresa** è stata più rapida: già dalla seconda metà del 2009.
- La recente **risposta di politica economica** è stata nel mondo **piuttosto pronta** sul piano monetario e fiscale (senza ripetere errori come il protezionismo).
  - L'**intervento pubblico** ha tamponato gli effetti recessivi, anche se a costo di un enorme aumento della **liquidità** da parte delle banche centrali e forti incrementi dei **deficit e debiti pubblici**.
  - **Solo nell'Eurozona**, a causa della successiva crisi dei debiti sovrani, la crisi economico-finanziaria si è trascinata fino al 2014, con ripetute o continue recessioni, in uno scenario di sostanziale **stagnazione**.
- Tipi di **risposta**:
  1. Salvataggi bancari
  2. Politiche monetarie accomodanti ed operazioni non convenzionali
  3. Stimoli fiscali
  4. Tentativi di riforma del sistema finanziario internazionale (ad es. nell'ambito del G-20)
  5. Risposte (in particolare dell'UE e della Bce) alla crisi dei debiti sovrani.

# I salvataggi bancari

- **Sostegni alle banche:** un primo tipo di intervento è consistito in **salvataggi bancari**, con immissioni dirette di denaro pubblico nei bilanci delle banche.
  - In alcuni casi, di maggiore gravità, si è proceduto con la **nazionalizzazione** (ad es. Northern Rock in UK); in altri casi ancora, ci sono state **garanzie statali** dei depositi bancari.
- **Il piano Paulson** (segretario al Tesoro di Bush, ottobre 2008)
  - Il Piano "TARP" (*Trouble Asset Relief Program*) prevedeva un esborso iniziale attorno ai 700 mld. di dollari (in aggiunta a 150 mld. di tagli fiscali); acquisto da parte del Tesoro dei "titoli spazzatura" dalle banche e dalle società finanziarie.
  - Fino al 2011, il costo complessivo per i salvataggi bancari era pari a 4700 mld. euro (i  $\frac{3}{4}$  per USA e UK).
- **Altri paesi:**
  - Salvataggi bancari (nel complesso dell'UE oltre 1200 miliardi, circa 10% del Pil), in gran parte come **garanzie**, poi **ricapitalizzazioni o linee di credito**
    - In UK, Northern Rock (poi anche Royal Bank of Scotland ed altre),
    - Belgio, Olanda, Lussemburgo e Francia: gruppi bancari Dexia e Fortis,
    - In Germania, nazionalizzata l' Hypo Real Estate (colosso dei mutui ipotecari tedeschi) ed altre tre banche.
  - Successivi interventi in **Irlanda** (15% del suo Pil), **Spagna, Cipro**. Pochi in **Italia**:
    - **Tremonti Bond**, introdotti nel febbraio 2009: obbligazioni bancarie speciali, emesse dagli istituti di credito quotati e sottoscritte dal Ministero dell'economia; lo stanziamento previsto era di 10-12 mld. di euro, ma hanno avuto scarso successo (forse per i tassi d'interesse relativamente alti, del 7,5-8,5%).

# La politica monetaria

## ■ Politica monetaria

- Sempre più **accomodante**, con **tassi di interesse nominali** di riferimento quasi **azzerati** (negli Stati Uniti), o attestati su valori molto bassi, mentre i tassi reali sono divenuti negativi
  - L'8 ottobre 2008 annuncio di un **taglio simultaneo** dei tassi ufficiali, di sei tra le maggiori banche centrali del mondo.
  - A metà 2009, la Federal Reserve, la Bank of Japan, la Bank of England, la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank e la Banca Nazionale Svizzera avevano abbassato i propri tassi fino a valori **prossimi allo zero**.
  - **All'1% la BCE** (dal maggio 2009). Poi rialzi temporanei verso la metà del 2011 (fino a 1,5%), allo **0,05%** solo dal novembre 2014.

## ■ Aumento della quantità di moneta messa a disposizione dei mercati dalle banche centrali (**quantitative easing**),

- si è trattato di operazioni addizionali di mercato aperto ordinarie (e successivamente straordinarie)
  - utili quando i tassi d'interesse sono vicini allo zero (trappola della liquidità).

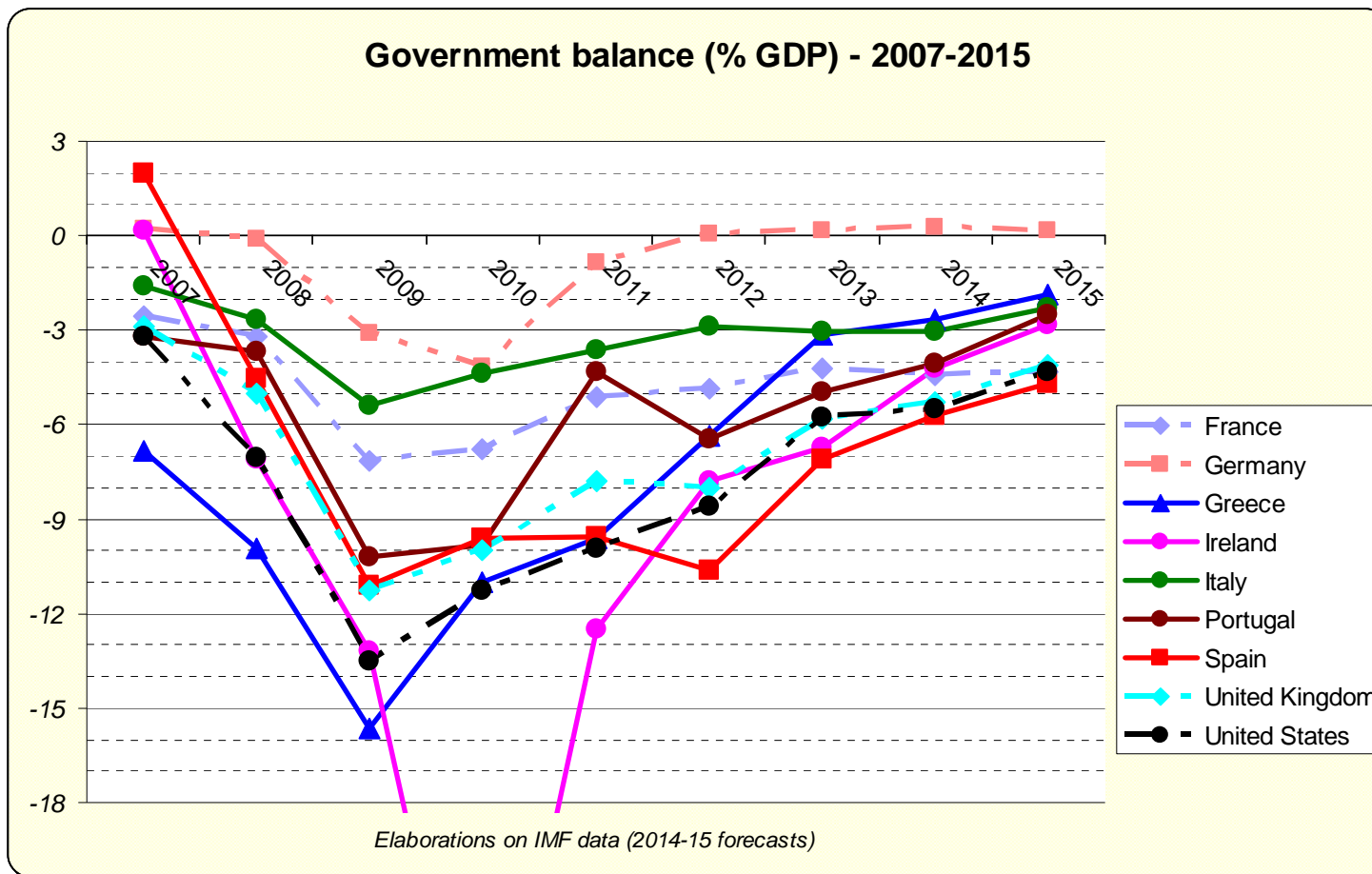
## ■ Misure non convenzionali adottate dalla BCE (*cfr. cap. 17*):

- Operazioni di rifinanziamento a tasso fisso e quantità illimitate; ampliamento dei "collaterali" accettati come garanzia; LTRO, ecc.
- acquisto di titoli sovrani sul mercato secondario: SMP e OMT; ora QE.

# Gli stimoli fiscali

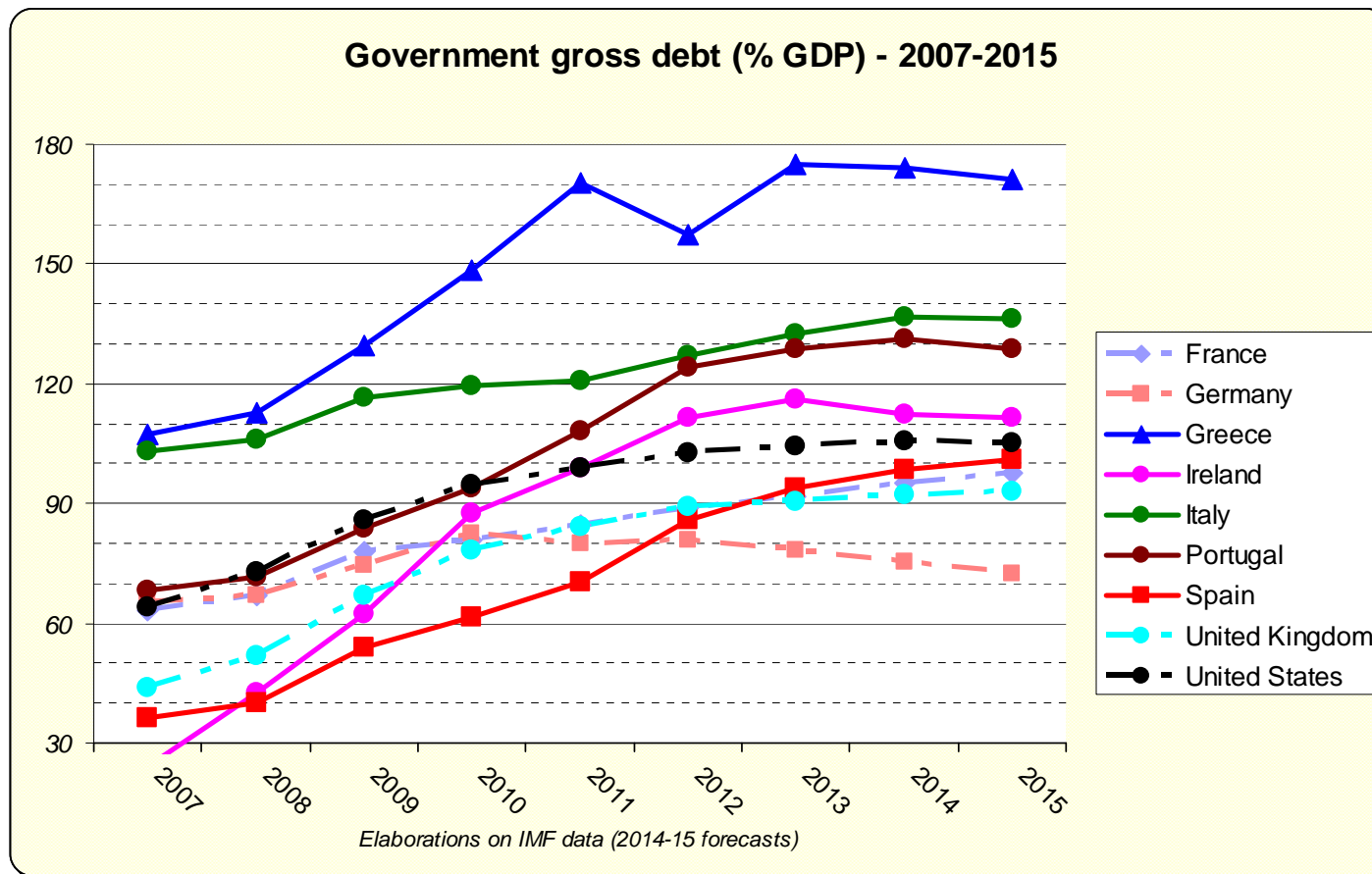
- Man mano che la crisi si propagava all'economia reale (nel corso del 2009) i governi sono intervenuti con pacchetti di **stimolo fiscale**.
  - **Interventi di entità diversa** a seconda della gravità dei problemi e delle possibilità di indebitamento delle amministrazioni pubbliche.
  - Stimoli fiscali pari a quasi il 2% del pil negli USA (oltre 800 mld. di dollari il pacchetto di Obama), l'1,5% in UK e Germania, 0,5% in Francia (**trascurabili in Italia**).
- I **conti pubblici** sono peggiorati ovunque: direttamente per i **salvataggi bancari**, per la recessione (calo del pil) e gli **stabilizzatori automatici** ed anche per i pacchetti di **stimolo fiscale** discrezionali.
- Peggioramento dei **rapporti deficit/pil**:
  - Nell'Eurozona dal -0,7% del 2007 al -6,3% nel 2009, con punte di oltre il -10% in Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo (ed anche nel Regno Unito). In confronto, negli USA dal -2,8% al -11,9% nello stesso biennio.
- Forte aumento anche nei rapporti **debito/pil**:
  - Nell'Eurozona dal 66,4% del 2007 al 92,9% del 2012 (punte ben oltre il 100% in Grecia, Italia, Irlanda, Portogallo e Belgio).
  - Incrementi sensibili anche in Regno Unito, in Spagna, in Francia e nella stessa Germania.

# Saldi di bilancio (su pil)



*Elabora-  
zioni su  
dati IMF,  
"World  
Economic  
Outlook",  
October  
2014*

# Debiti pubblici (su pil)

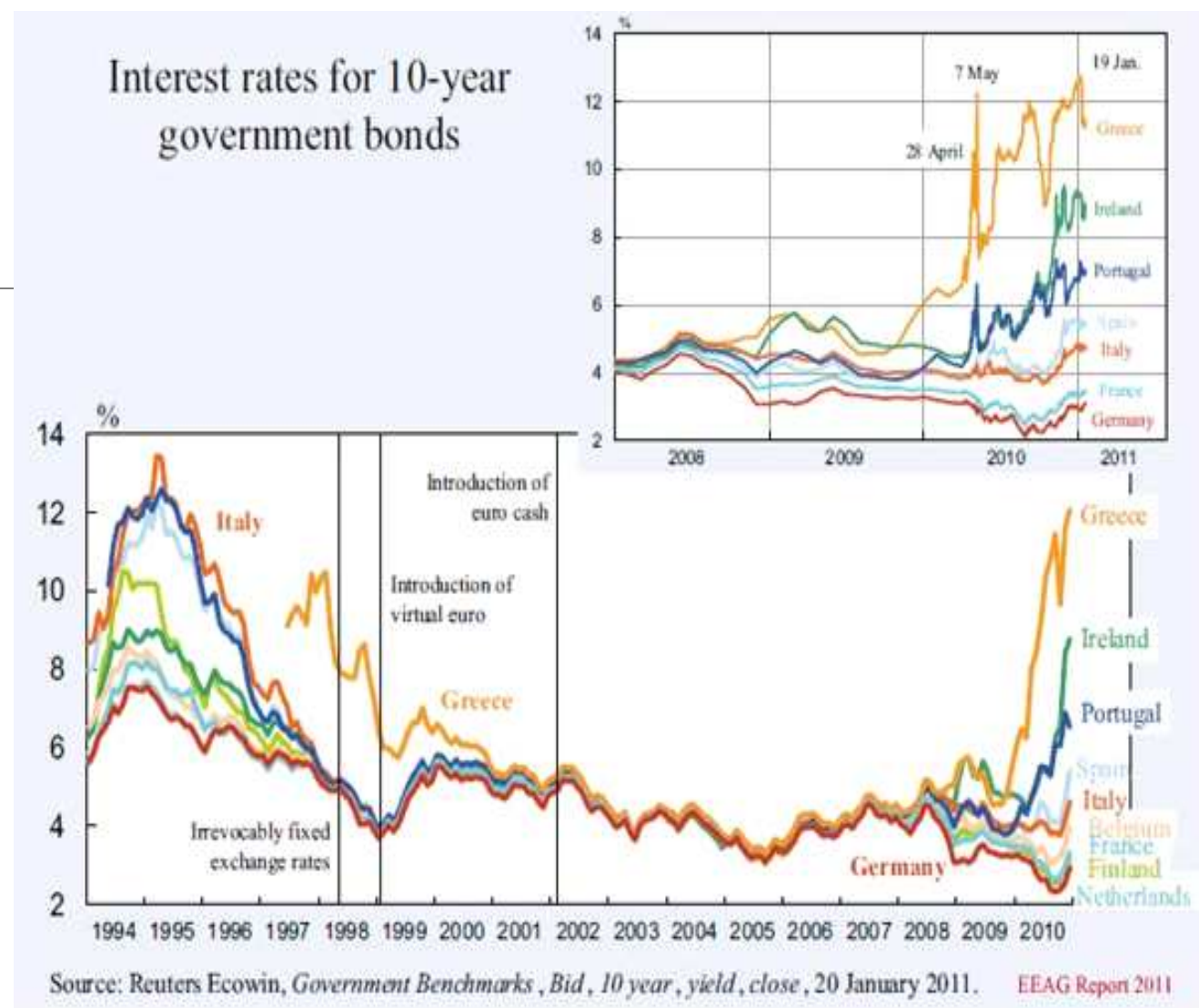


*Elaborazioni su dati IMF, "World Economic Outlook", October 2014*

# La crisi dei debiti sovrani

- Aumento generalizzato dei disavanzi pubblici nel 2008-09.
- Problemi specifici in **Grecia**: conti truccati e finanza creativa.
  - Nell'ottobre 2009 il nuovo governo greco rivela che il vero disavanzo era del 12% sul pil, il doppio di quello prima annunciato (poi ulteriormente alzato da Eurostat al 15,7%)
- **Reazione dei mercati**: incremento dello **spread** rispetto ai *bund* tedeschi, prima in Grecia, poi negli altri periferici (i PIIGS):
  - spread di solito riferito alle scadenze **decennali**,
  - cresciute anche le probabilità di *default*, come dedotte dai **credit default swaps**,
  - **declassamenti progressivi delle agenzie di rating** (Fitch, Moody's e Standard & Poor's).
- La più grave crisi dell'euro (da quando c'è la moneta unica) dovuta anche al fatto che i risparmiatori non sono sempre in grado di **valutare il rischio**.
  - Dopo una lunga sotto-valutazione, c'è stata una **iper-reazione** (cfr. cap. 18).
- Inizio del **contagio**: anche a causa di **inadeguate**, incerte o tardive **risposte** di politica economica, soprattutto all'interno dell'UE.
- Rischio di **default** (interrelato con i fallimenti bancari) e nuovo rischio di **ridenominazione** valutaria (uscita dall'euro con svalutazione di singoli paesi o disintegrazione dell'unione monetaria).
  - Nel caso dei **titoli italiani**, il differenziale rispetto ai *bund* tedeschi, che era stato in media di 24 punti base (cioè 0,24%) nel periodo 1999-2005, è risalito a 160 punti base nel gennaio 2009, nel pieno della tempesta finanziaria, e di nuovo **fino a valori di 200 punti base** nel corso del 2010.
    - Nel 1992, per confronto, un simile *spread* aveva raggiunto i 769 punti base (comprendeva anche le aspettative di svalutazione).

## Spread (2010 – 2013)



Fonte: Cfr. Corsetti et al., [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 15.3.2011

*Fig. 19.2 – Tassi d'interesse sui titoli decennali all'inizio della crisi dei debiti sovrani*



# Similitudini e differenze tra i PIIGS

- In tutti i PIIGS deterioramento delle **finanze pubbliche**. Ma **diverse cause specifiche** (conti truccati solo in Grecia):
  - a) Solo in **Italia e Grecia** problema di **elevato debito di partenza** (anzi in Irlanda e Spagna era molto basso), negli altri il flusso di nuovo disavanzo è stato rilevante
    - In alcuni paesi era alto il **debito estero** (meno in Italia).
  - b) In genere, **scarsa competitività** e **squilibri nelle bilance commerciali** (una svalutazione sarebbe stata opportuna).
  - c) Differenti **potenzialità di crescita**: fino al 2007 l'Irlanda cresceva a ritmi "cinesi", Portogallo ed Italia agli ultimi posti.
    - I paesi periferici, in genere, crescevano a tassi alti anche per i **bassi tassi d'interesse reali**. Ma in molti casi si trattava di una crescita "drogata".
    - Anche la Spagna cresceva a ritmi elevati (grazie alla **bolla immobiliare**), ma ha risentito di più gli effetti reali della crisi (con tasso di disoccupazione ritornato al 25%).
  - d) Critica situazione nei **settori bancario e immobiliare**, specie in Irlanda e Spagna
    - Quindi problemi originati nel **settore privato**, mentre il debito pubblico era molto basso in entrambi i paesi.
    - Spesso le **banche** sono molto **esposte** verso gli altri PIIGS.
  - e) Riguardo al **debito del settore privato** (famiglie e imprese) molto elevato (> 200% del pil) in Irlanda, Portogallo, Spagna; basso (ca. 100%) in Italia e Grecia.

## La risposta dell'UE: *too little too late*

- **Intervenire o no? Salvataggio** all'inizio escluso per motivi:
  - **giuridici:** salvataggio esplicito **escluso** dal Trattato di Maastricht (*no bail out*);
  - **economici: azzardo morale**, ossia incentivo a tenere comportamenti fiscalmente irresponsabili;
  - **politici:** paesi *core* vs. paesi periferici.
    - Dopo i primi annunci di intervento a favore della Grecia (febbraio 2010), tentennamenti tedeschi per motivi politici interni.
- **Ma elevati costi del non-intervento**
  - **Rischi di contagio** ed effetto domino (a causa dell'elevata integrazione finanziaria, forte esposizione delle banche di altri paesi, diffusione della sfiducia).
  - Rischio di **crollo finale dell'eurozona**.
  - Problemi per l'eventuale aiuto di grandi paesi come Italia e Spagna, ***too big to fail*** ma anche ***too big to bail out***.
- **Intervenire? Come?**
  - Grandi **incertezze ed errori di comunicazione** (con segnali contraddittori) specie da parte di alcuni governi, in primis quello tedesco, hanno fatto peggiorare le aspettative dei mercati.

# L'intervento iniziale dell'UE

- Ai primi di **maggio 2010**, decisione UE per un piano triennale di **salvataggio della Grecia** da 110 mld. di euro (di cui 30 mld. del FMI).
  - **Prestiti bilaterali** concessi ad un tasso del 5% e condizionati ad un piano di consolidamento fiscale e di riforme strutturali.
  - La **BCE** ha sospeso l'applicazione della soglia minima di *rating*, quale requisito di idoneità per il **collaterale** nelle operazioni di credito.
- Dopo che la speculazione si diresse verso gli altri PIIGS, il **9 maggio** il Consiglio UE decise un **maxi piano di salvataggio** da 750 mld. euro.
- Si decise di costituire un **Fondo per la stabilità finanziaria (EFSF)**, di durata triennale, destinato a tutti i membri dell'Eurozona in difficoltà, previo uno stretto controllo del risanamento dei conti, da parte della **troika** (BCE, Commissione europea, FMI):
  - il fondo *EFSF* può concedere **prestiti** (a tassi di interesse agevolati, attorno al 5%) per un importo complessivo pari a 440 mld. di euro;
  - più 60 mld. messi a disposizione dalla Commissione UE (attraverso l'*European Financial Stability Mechanism, EFSM*) e 250 mld. del FMI;
  - misure correttive aggiuntive richieste a Portogallo e Spagna.
- Contemporanea **decisione della BCE di acquistare titoli** dei paesi dell'Eurozona sul mercato secondario (il piano **SMP**: *cfr. cap. 17*).

# Le successive ondate speculative

- La **seconda** ondata speculativa risale a **fine 2010/inizio 2011**, coinvolgendo prima l'**Irlanda**, poi il **Portogallo**.
  - L'Irlanda ha visto la **crisi bancaria** trasformarsi in una crisi del debito
    - in precedenza alle banche era stata accordata piena garanzia pubblica; tre banche (Anglo Irish, Irish Nationwide, Ebs) sono state nazionalizzate.
    - Il disavanzo nel 2010 è così salito al 31% del pil; il debito pubblico dal 25% del pil (2007) ha superato il 100% (2011).
  - Ulteriori **ampliamenti degli spread** (fino a 1100 punti) **e dei cds**.
  - Dopo alcune indecisioni il governo irlandese ha deciso di **ricorrere al fondo EFSF** (novembre 2010); aiuto complessivo di 85 mld. di euro (inclusa la quota del FMI, EFSM e prestiti bilaterali).
    - Spread decrescenti e uscita dal programma di aiuti a fine 2013.
  - Dopo Grecia e Irlanda, il paese successivo "salvato" è stato il **Portogallo** (aiuto finanziario di 78 mld. nell'aprile-maggio 2011).
    - Uscita dal programma a maggio 2014.
- La **terza** ondata si è estesa nell'**estate 2011** a **Spagna** e, più ancora, **Italia** (con **spread** peggiori per noi da agosto 2011 a febbraio 2012).
  - La **manovra** di luglio rimandava il pareggio di bilancio al 2014; problemi politici (dissidi nel governo Berlusconi); nuova manovra proposta in agosto (dopo la **lettera congiunta** di BCE e Banca d'Italia), ma più volte cambiata; diventata legge a settembre, ma ancora insufficiente.
  - Dopo il G-20 di Cannes (fine ottobre), ispettori del FMI inviati in Italia.
  - **Spread** salito da 200 (della primavera) a 400 in agosto, fino ad un massimo di **575 punti** sui titoli decennali a novembre, ossia rendimenti del 7% (650 punti sui titoli a 5 anni e 700 punti sui biennali...!).
  - Nuovo Governo Monti e manovra "salva Italia" di dicembre.

# I fondi “salva-Stati”

- **Caratteristiche dell'EFSF** (*European Financial Stability Facility*) temporaneo:
  - La raccolta (tramite il collocamento sui mercati internazionali degli *EFSF-bond*).
  - Effettivamente disponibili, per gli aiuti, 255 mld. di euro (le garanzie equivalgono al 120% dei *bond* potenzialmente emessi, così tali *bond* potevano godere inizialmente della tripla A).
  - A luglio 2011 si decise di **aumentare l'importo a disposizione dell'EFSF**, fino ad arrivare a 440 mld. di aiuti effettivi.
  - Di questi, 200 mld. già impegnati a favore di Grecia, Irlanda e Portogallo.
- Dopo il propagarsi della crisi a Italia e Spagna, il fondo EFSF era chiaramente insufficiente.
- Il Consiglio europeo (dicembre 2010 e marzo 2011) decise così l'istituzione di un **meccanismo di stabilità permanente** a partire dal 1° luglio 2013.
  - Occorreva un **Trattato** per integrare l'art. 136 del Trattato UE.
  - Il Consiglio europeo ha poi deciso di **anticipare l'inizio** al luglio 2012 (convivenza con l'EFSF per un anno); avvio effettivo in ottobre 2012.

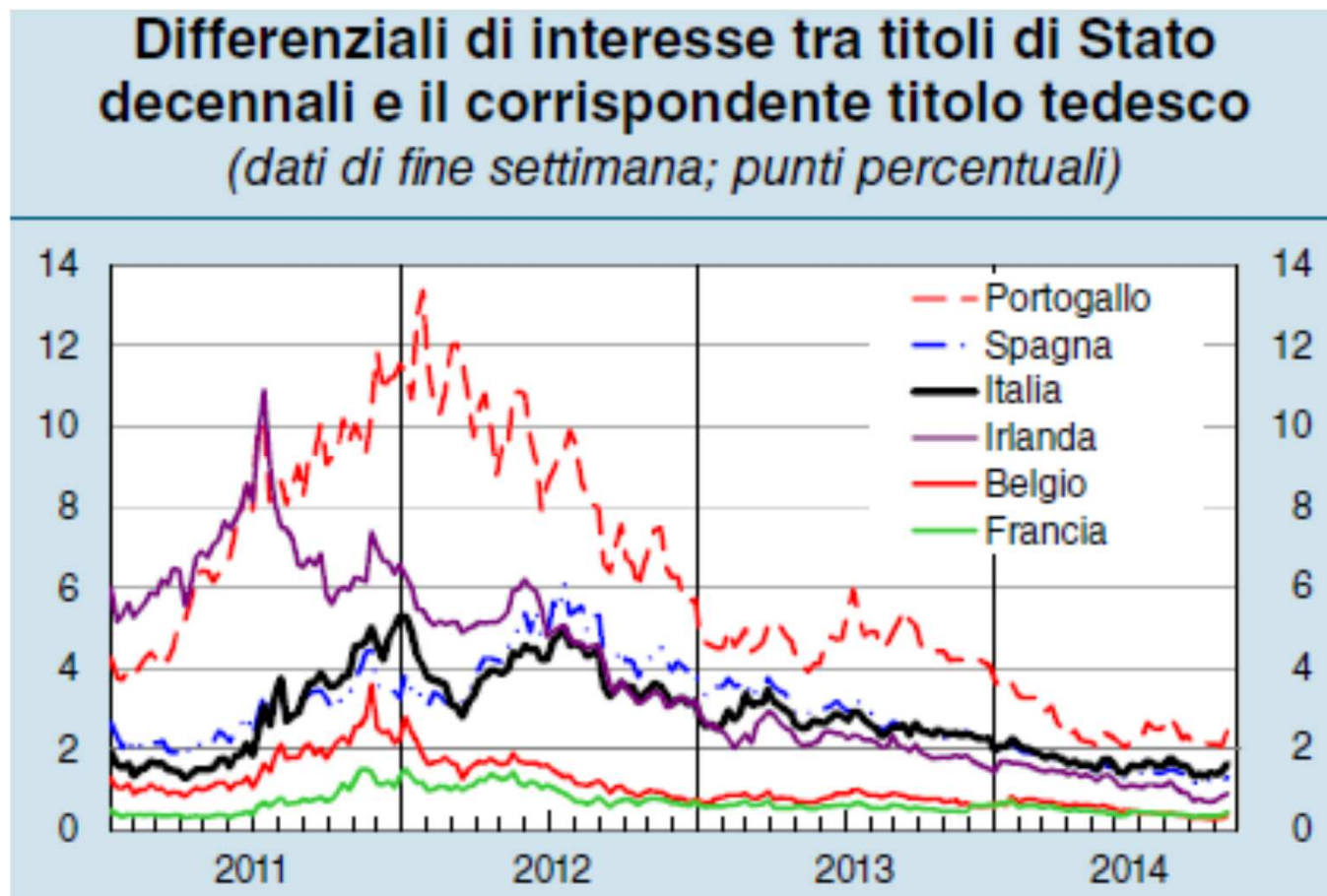
# Il “meccanismo europeo di stabilità”(ESM)

- L' **European Stability Mechanism (ESM)** è un fondo intergovernativo che:
  1. dà **prestiti condizionali** ai paesi in difficoltà (sempre sotto il controllo della *trolka*),
  2. può **acquistare titoli sovrani sul mercato primario o secondario**,
  3. può **ricapitalizzare** direttamente **le banche**.
- **Caratteristiche:**
  - **capacità finanziaria** di circa 500 mld. euro (700 compresi i fondi residui dello EFSF);
    - versati in **contanti** 80 mld. in cinque *tranche* (entro il 2014); per il resto è finanziato da **garanzie** attivabili in caso di necessità.
    - Quota in contanti a carico dell'Italia: 14,3 mld., stessa quota nel capitale BCE (ca. 18%).
  - può **emettere strumenti finanziari** e titoli (come l'EFSF);
  - ratificato dai paesi dell'Eurozona;
    - sentenza della Corte costituzionale tedesca di Karlsruhe, positiva (il 12 settembre 2012) ma accompagnata da condizioni piuttosto stringenti (quali il limite di risorse a carico della Germania pari a 190 mld. di euro);
    - i paesi UE non nell'Eurozona partecipano su base volontaria e bilaterale.
- E' gestito da un **board of governors** (i ministri delle finanze).
  - Per la concessione degli aiuti (come pure per le modalità dell'assistenza finanziaria) è necessario il **comune accordo**, ossia decisioni anche a maggioranza qualificata (80% dei voti).
  - È ancora prevista la **cooperazione del FMI** nella fornitura di assistenza finanziaria.

## Altre caratteristiche dell'ESM

- L'aiuto finanziario è condizionato all'adozione di un **programma di aggiustamento macroeconomico**
  - Se l'esame dei test di sostenibilità si conclude con una valutazione di insolvenza del paese, è necessaria la **rinegoziazione del debito** sul mercato con il **coinvolgimento del settore privato** (in linea con le prassi del FMI).
    - In effetti, già nel febbraio 2012 si è arrivati ad una prima **ristrutturazione del debito greco**, con ulteriori richieste per il risanamento dei conti (condizione per un nuovo prestito di 130 mld. di euro) e previo accordo con il settore privato (che sopportò una perdita nominale del 53,5% ed un *haircut* complessivo di circa il 75%). Terzo pacchetto d'aiuti concordato dopo lunghe trattative nel luglio 2015.
    - **Clausole d'azione collettiva** (CAC) previste sui nuovi titoli di Stato della zona euro (con scadenza superiore ad un anno) per agevolare accordi tra debitori sovrani e loro creditori.
- La **ricapitalizzazione diretta delle banche** (di tipo sistemico) prevista congiuntamente al nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie prima vi sarà però il **bail-in**, con partecipazione iniziale ai salvataggi dei privati e dei singoli Stati (*cfr. cap. 17*):
- **Nuovi interventi:**
  - nell'estate 2012 deciso intervento (sul fondo ESM) di 100 mld. euro a favore delle **banche** della **Spagna**: circa 40 md. effettivamente utilizzati;
  - a marzo 2013 intervento a favore di **Cipro** (ca. 10 mld.), con altrettante perdite addossate ai depositanti (di maggiori dimensioni).
- Grazie a questi interventi, ai consolidamenti fiscali, ma soprattutto al piano OMT della BCE, gli *spread* dei PIIGS cominciarono a migliorare dall'autunno del 2012.

## Gli spread dopo il piano OMT



*Cfr. Banca  
d'Italia,  
Bollettino  
Economico,  
ottobre  
2014.*



# La proposta di *Eurobond*

- Per ovviare al problema della limitatezza del bilancio comunitario, è stata fatta la proposta degli “**Eurobond**”, titoli sovrani emessi dalla stessa UE.
  - Nella proposta iniziale (di J. Delors, primi anni '90) dovevano essere finalizzati a **sostenere politiche per la crescita, l'occupazione e la coesione sociale**.
  - **Project bonds** lanciati dalla Commissione europea (aprile 2012) per finanziare progetti (transnazionali) nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni.
- Dopo la **crisi dei debiti sovrani**, la proposta di Eurobond è stata ripresentata in diverse versioni. Possibili **obiettivi**:
  - (i) migliorare l'**efficienza** dei mercati (grazie alla maggiore liquidità nel mercato del debito); (ii) aiutare la **gestione della crisi** del debito sovrano e prevenire crisi future; (iii) rafforzare la **stabilità finanziaria** nell'area euro; (iv) migliorare la trasmissione della **politica monetaria**.
- **Tipologie**:
  - In molte proposte si differenziano i titoli per **seniority**: ad es., i **blue bond**, fino al 60% del pil, sarebbero **senior** (solo i crediti del FMI super-senior) e godrebbero della tripla A; i **red bond**, oltre tale soglia, sarebbero **junior** e pagherebbero tassi d'interesse più alti (proposta del Bruegel think tank).
  - Proposte simili di Juncker-Tremonti, Prodi-Quadrio Curzio, ecc.
- Il libro Verde della **Commissione** (novembre 2011) sugli **stability bond** prevedeva tre alternative:
  - i. sostituzione completa delle emissioni sovrane con questi bond;
  - ii. sostituzione parziale dei bond nazionali con varie garanzie in comune;
  - iii. come per la seconda opzione, ma senza garanzie in comune (simile all'attuale fondo *EFSS*).

# Verso una maggiore integrazione?

- Al Consiglio europeo di fine giugno 2012 presentato un Rapporto preliminare del Presidente UE van Rompuy “*Verso un'autentica Unione economica e monetaria*” (documento dei 4 Presidenti) che enuncia quattro pilastri:
  - Seguito da un documento più dettagliato della Commissione europea del novembre 2012 (*Piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita*).
- 1. **Unione bancaria** (cfr. lez. 17)
- 2. **Unione di bilancio**
  - Nel breve termine regole del *Fiscal Compact*; a medio termine, “**capacità fiscale autonoma**” dell'UEM e possibile emissione di titoli di debito europeo; a lungo termine, bilancio unico per l'UE ed istituzione di un responsabile per la politica di bilancio.
- 3. Integrazione maggiore delle **politiche economiche**, misure per la crescita e la coesione sociale
  - Semestre europeo, vigilanza sugli squilibri macroeconomici, ruolo dello *ESRB* (autorità per i rischi sistemici); possibili incentivi finanziari per le riforme strutturali nei singoli Stati; attuazione del Patto per la crescita.
- 4. Rafforzamento della **responsabilità e legittimità democratica** dei processi decisionali (coinvolgendo Parlamento europeo e Parlamenti nazionali).
- Il nuovo **documento (dei 5 Presidenti)** del giugno 2015 è per certi aspetti meno ambizioso.

# Auspicabili soluzioni per la crisi dell'Eurozona

- Per uscire definitivamente dalla lunga crisi occorre **abbandonare l'approccio "too little too late"** e procedere con una maggiore integrazione.
- Le politiche macroeconomiche e strutturali dell'UE dovrebbero essere decisamente rivolte all'obiettivo della **crescita**, seppur in un contesto di stabilità macroeconomica e finanziaria e questo implica un ampliamento del bilancio UE
- L'alternativa sarebbe una lunga stagnazione, con il rischio dell'**implosione dell'euro** e di passi indietro lungo il cammino dell'integrazione economica.
  - Dopo che per oltre mezzo secolo l'UE ha garantito pace, prosperità e progresso economico; le conseguenze di una tale **involuzione** sarebbero drammatiche, sul piano economico, sociale e politico.
  - In un **mondo globalizzato** – dove le pressioni competitive provenienti dalle **economie emergenti** si fanno più intense – un'Europa disunita tenderebbe a svanire economicamente ed anche in relazione al suo "peso" nella politica internazionale
- La crisi dei **debiti sovrani** ha fatto capire che alla lunga solo due soluzioni sono possibili: la **rinuncia alla moneta comune** oppure una **maggiore integrazione**.
  - Una maggiore **solidarietà** all'interno dell'Eurozona deve accompagnarsi alla responsabilizzazione di tutti i paesi membri; questa richiede adeguati controlli sovranazionali ed inevitabili **"condizioni" delle sovranità nazionali**.