



www.lavoce.info

[Finanza](#)

LE MELE MARCE DELLA FINANZA

di [Luigi Spaventa](#) 17.09.2002

La luce iridescente della gran bolla dei mercati (quando ogni anno gli utili dovevano crescere a due cifre e a tre cifre le quotazioni) aveva indotto un sonno della ragione

La luce iridescente della gran bolla dei mercati (quando ogni anno gli utili *dovevano* crescere a due cifre e a tre cifre le quotazioni) aveva indotto un sonno della ragione: negli investitori; ma anche nei regolatori e in alcuni studiosi del governo d'impresa. Gli occhi si sono riaperti su una realtà di insospettato squallore. In America, la reazione privata è stata una diffidenza verso tutto e tutti; quella pubblica un subitaneo attivismo legislativo e regolamentare. In attesa di abbondante letteratura che razionalizzerà, senza averlo previsto, quanto è avvenuto, azzardo qualche osservazione.

Perché tante mele marce?

Parlare del "caso Enron" è riduttivo. Né si può parlare di poche mele marce, tanti sono i casi di raggirio degli investitori ad opera di chi governava le imprese. Le variegate patologie interessano meno delle disfunzioni fisiologiche che le hanno consentite.

La prima, connessa per causa ed effetto alla bolla speculativa, si ravvisa nella progressiva distorsione del sistema di incentivi nella *governance* di società a proprietà diffusa. Un legittimo obiettivo di crescita dell'impresa è spesso degenerato in ambizione sfrenata di imperialismo manageriale. A questa è funzionale un aumento ininterrotto delle quotazioni, che tacita domande imbarazzanti, fa rivalutare le *stock options*, agevola e fa apparire più profittevole l'allargamento dell'impero (*acquisition accounting*): per alimentarlo, e impedire che risultati deludenti interferissero con i progetti manageriali, si ricorreva a trucchi di finanza e di contabilità creativa. I presidi interni non hanno funzionato: gli interessi degli amministratori indipendenti e dei revisori si sono allineati con quelli del manager, da cui dipendeva la conferma dei primi e l'assegnazione di lucrose consulenze ai secondi. Le banche sono divenute complici: non più occhiate erogatrici di credito, lucravano commissioni per offrire i servizi di architettura finanziaria per nascondere la realtà industriale. Gli analisti erano funzionari delle banche.

Si sono palesate lacune nel sistema di regolazione. Le regole contabili e di trasparenza, per elenchi e non per principi, non hanno tenuto il passo con l'innovazione finanziaria (trasferimenti fuori bilancio, transazioni fuori mercato, finanza strutturata): non possono coprire tutti i possibili casi;

lasciano scappatoie, facendo prevalere la forma sulla sostanza. La stessa categoria dei revisori vigilava sulla revisione contabile: cane non mangia cane. Mancava una disciplina per gli analisti. I noti ed eccellenti rimedi legali (*anti-director rights*) non bastano: garantiscono l'espressione di voce in assemblea, comunque rara, e il ricorso giudiziale, che è rimedio successivo e residuale.

-

E l'Europa?

L'Inghilterra, in cui anche prevale la proprietà diffusa, è rimasta relativamente immune dalla sindrome Enron: prova indiretta delle lacune regolamentari americane. E così pure (sinora) l'Europa continentale, ove la proprietà è concentrata. Perché? Certo, le imprese sono più piccole, operano in uno spazio più angusto, sono meno finanziarizzate. Ma conta anche, e non poco, la struttura proprietaria.

L'azionista di minoranza è *sempre* esposto a un rischio di taglieggiamento. Un socio maggioritario ha modo di espropriare la società: e su questo la letteratura ha detto circa tutto. Oggi riscopriamo i rischi (difficilmente misurabili e perciò trascurati) della proprietà diffusa con manager onnipotente: non tanto le banalità degli aerei privati e dei club di golf, quanto la possibile subordinazione degli interessi della società ai disegni di potere del manager. Tali rischi, nella dimensione che abbiamo constatato, sono minori quando vi sono azionisti di controllo; così come l'estrazione di benefici privati è meno probabile se la proprietà è diffusa.

Una terza spiegazione può rinvenirsi nella regolamentazione. E' vero, i rimedi legali tradizionali, di cui sempre si parla, sono superiori in America. Ma in altri campi l'Europa si è forse trovata un passo avanti: i principi contabili sono più generali, e perciò più generalmente applicabili; le regole di consolidamento dettate dalla direttiva europea sono più rigide; in molti paesi i regolatori esercitano un controllo sui revisori; l'obbligo di informazione continua è formulato come principio generale, e non per casi.

-

I rimedi?

Per restaurare la compromessa reputazione, il legislatore americano è intervenuto prontamente e pesantemente (legge Oxley-Sarbanes), e con esso la SEC (dopo qualche esitazione) e le borse. Si può ironizzare (come fa un recente *Economist*) sui giuramenti chiesti ai manager, ma non si può dubitare della rilevanza (e della pervasività) delle nuove prescrizioni: aumento delle responsabilità e limiti ai privilegi degli amministratori; un pesante regime sanzionatorio; aumento degli obblighi informativi continui e periodici; obbligo di informazione immediata delle transazioni degli *insider*; per i revisori controllo pubblico, limiti all'attività di consulenza e rotazione obbligatoria; riesame delle regole contabili; disciplina degli analisti. La scommessa è stata quella di usare la deterrenza per raddrizzare gli incentivi.

Non si manifesta in Europa un pari attivismo. E' mancata la spinta di una crisi; persiste una frammentazione di regole, che la Commissione non riesce a superare; i problemi sono in parte diversi.

In Italia, dopo il Testo unico, gli obblighi di informazione continua sono soddisfacenti e sono stati da poco inaspriti per le operazioni in conflitto di interessi; il regolatore ha poteri di controllo sui sindaci e sui revisori e potere di impugnazione dei bilanci; nei ristretti limiti delle facoltà regolamentari, la Consob è intervenuta sugli analisti e sull'attività di consulenza delle società di revisione. Il regolamento europeo imporrà l'adozione degli *International Accounting Standards* entro il 2005. Ma

si potrebbe fare ancora molto.

Esemplifico. Il regime sanzionatorio, blando e insufficiente, ha scarso potere di deterrenza: non v'è bisogno di contemplare un decennio di galera per rinforzarlo. La disciplina sulle transazioni in conflitto d'interesse andrebbe migliorata in sede legislativa: lo esige una situazione di forte concentrazione di proprietà e massima presenza di gruppi piramidali. Occorre disciplina legislativa per una pronta informazione sulle transazioni degli *insider* in titoli della società: le regole recentemente introdotte dalla Borsa sono un passo avanti, ma modesto. Nel Testo unico l'analista non ha cittadinanza. Dovrebbero essere studiate misure, soprattutto dalla Borsa, per ridurre la separazione fra proprietà e controllo.

Il legislatore ha almeno tre occasioni per intervenire: le conclusioni dell'indagine conoscitiva della VI Commissione della Camera sull'attuazione del Testo unico della finanza; il recepimento della prossima direttiva comunitaria sugli abusi di mercato; in misura forse minore la legge delegata di riforma del diritto societario.

Sarebbe un gran peccato se il "caso Enron" fosse solo motivo di compiacimento dei mali altrui e non si approfittasse di questo momento, politicamente propizio, per introdurre presidi più forti di governo societario e di trasparenza: anche per non restare indietro (questa volta sì) al nuovo regime di regole americano.



www.lavoce.info

Scuola e Università

CHE FARE DELL'UNIVERSITÀ

di [Luigi Spaventa](#) 16.12.2003

Una riforma radicale è certo necessaria, ma sostenere che il sistema universitario deve essere abbandonato al suo destino di mediocrità serve solo a scoraggiare l'opera dei tanti che continuano a dedicarsi alla formazione degli studenti con passione e dedizione, come testimoniano le brillanti carriere estere di molti laureati italiani. Mentre nutrire qualche dubbio sull'Istituto italiano di tecnologia è legittimo, se non altro per la vaghezza della legge che lo istituisce.

"Illudendosi che sia possibile migliorare l'esistente in realtà si fa il gioco dei conservatori".
Espressioni familiari: le udirono Bissolati e Bonomi dai massimalisti del partito socialista; le pensò Togliatti, quando nel dopoguerra bloccò il Piano del lavoro della Cgil redatto da Giorgio Fuà e Sergio Steve; degenerarono in toni cupi negli anni Settanta ("lo Stato non si cambia, si abbatte").
Le rivolgono ora [Alberto Alesina e Francesco Giavazzi](#) a [Tullio Jappelli e Marco Pagano](#), accusandoli di essere *oggettivamente* "conniventi" (l'avverbio manca, ma traduce in sinistrese ciò che si intende) con i "responsabili del disastro in cui ci troviamo".

I legittimi dubbi sull'lit

Jappelli e Pagano, in un ragionato articolo su [lavoce.info](#), si erano permessi di esprimere alcuni dubbi sull'**Istituto italiano di tecnologia** (lit), istituito con un decreto legge (veicolo per i casi di necessità e urgenza) approvato con votazione di fiducia.

Eccepivano alla vaghezza della legge, che non dà indicazioni sui settori d'intervento e sulla struttura dell'Istituto e contiene di fatto "una delega in bianco" a due ministri. Si chiedevano quali garanzie di gestione vengano offerte, posto che lo statuto sarà deciso in sede politica. Dubitavano che il progetto offra al sistema della ricerca un beneficio **netto** e si chiedevano se i fondi stanziati, pur generosi in apparenza, bastino a garantire una scala sufficiente.

Sono dubbi ragionevoli e pacatamente espressi, condivisibili e condivisi (si vedano anche gli articoli di [Bozio e Weber](#) e [Checchi](#)), a cui, per convincere, e come condizione necessaria per un dibattito proficuo, si dovrebbero dare risposte pacate. Forse Alesina e Giavazzi vorranno farlo, civilmente, in un prossimo contributo. Per ora, non proprio civilmente e negando diritto di dubbio, hanno solo sparato con carico da undici sull'alternativa proposta da Jappelli e Pagano di istituire cattedre di eccellenza.

Abbandonare l'università al suo destino?

Non entro nel merito, anche per mancanza di elementi. Prendo nota piuttosto del leit motiv di Alesina e Giavazzi: l'università italiana è irredimibile e deve essere abbandonata al suo destino di squallore; qualsiasi intervento all'interno di essa sarebbe un **vano spreco** (e da un terrazzo dell'istituendo, e costruendo, lit i 5-600 ricercatori che vi troveranno posto, potranno contemprarne le rovine).

Per motivare questa sentenza, Alesina e Giavazzi citano una lucida analisi di [Roberto Perotti](#).

È, mi pare, una forzatura. Perotti avanza **proposte radicali**, e sensate, che io sottoscrivo una per una, a cominciare dall'abolizione del valore legale del titolo di studio (da cui discende libertà di organizzazione e concorrenza delle università). Mette in luce le resistenze dell'establishment e dei suoi organismi. Ma conclude: "non per questo bisogna demordere".

Salire a cavallo dell'lit (forse ottima cosa, quando si saprà di che si tratta) per archiviare la questione universitaria e non più curarsene significa, appunto, demordere.

Gli studi italiani dei "cervelli fuggiti"

Ma non solo demordere. Significa anche svalutare, e in definitiva avvilire e scoraggiare, l'opera di **formazione** degli studenti (obiettivo indicato da Perotti) che tanti, pur in condizioni difficili e in ambiente ostile, continuano a svolgere con passione e dedizione che si vorrebbero maggiormente condivise: come Jappelli e Pagano, che hanno scelto di lavorare, e bene, in terre di missione. È un lavoro di semina feconda, anche se i frutti vengono raccolti altrove.

Per restare alle discipline economiche, ben prima e ben più numerosi che altrove in Europa continentale, tanti ottimi nostri laureati hanno potuto continuare i loro studi all'estero: senza veti baronali, esercitati almeno sino a ieri in Francia e in Germania; anzi, nella dichiarata consapevolezza dei nostri limiti e dell'opportunità di mettere il naso fuori di casa; con disponibilità notevole di mezzi. Quegli ottimi laureati, che tanto si sono poi distinti nella ricerca, qualcosa devono pure averla imparata in Italia: almeno quel po' che bastava per qualificarli; certamente, tanta curiosità intellettuale e voglia di studio.

Che vogliamo fare ora? En attendant Godot, appendere un cartello con su scritto "chiuso per liquidazione"?



www.lavoce.info

[Finanza](#) / [Europa](#)

SERVIZI FINANZIARI, MANCANO ANCORA LE REGOLE ESSENZIALI

di [Luigi Spaventa](#) 03.07.2003

Inspiegabilmente dimenticata dal Trattato di Maastricht, l'armonizzazione delle legislazioni sull'industria finanziaria procede tra resistenze (soprattutto della City), accelerazioni e difese di interessi nazionali. Ma se l'obiettivo è assicurare una maggiore concorrenza nell'industria finanziaria a beneficio dei consumatori, diventa cruciale trovare un accordo sui requisiti di trasparenza nella formazione dei prezzi.

Il **mercato unico dei servizi finanziari** è un argomento poco sexy: non se ne occupa, comprensibilmente, il grande pubblico; poco se ne occupano gli economisti, se non quando sono chiamati da parti interessate a scrivere pareri pro veritate. Su gentile, anche se non credo popolare, richiesta dei colleghi de lavoce.info (auguri di compleanno), provo a offrire qualche elemento d'informazione.

Perché esiste un problema?

Singolarmente, il **Trattato non si occupa specificamente di servizi finanziari**. Si ritenne probabilmente che bastassero le **regole del mercato unico**, quasi che non vi fosse differenza con le mele o con le automobili.

Eppure le differenze sono notevoli. Al di là delle alchimie, l'industria finanziaria offre **servizi e prodotti per l'investimento del risparmio**. È perciò, ovunque e da quasi sempre, **fortemente regolata**, ben più di quella delle mele o delle automobili: per ottime e ovvie ragioni, condivise in linea di principio dalla più parte degli economisti.

Ma **ogni Paese ha le sue leggi**, le sue regole, le sue prassi: e ciò pone **ostacoli all'offerta transfrontaliera** di prodotti e di servizi; anche perché la specificità delle regole serve a volte a proteggere le industrie nazionali. Donde la necessità di **intervenire a livello europeo**, con legislazione comunitaria. Segue un'altra questione.

Non bastava l'euro a risolvere la questione?

La **moneta unica**, eliminando la differenziazione fra prodotti provocata dal rischio di cambio, **ha fatto molto**: lo sviluppo notevole delle euro-obbligazioni e la sostanziale integrazione del mercato dei titoli di Stato ne sono prova. Ma non basta la denominazione in moneta comune a smantellare gli ostacoli regolamentari alla offerta di prodotti o alla provvista di servizi in paesi diversi.

La soluzione semplice non sarebbe quella del mutuo riconoscimento, con l'obbligo di accettazione delle regole del Paese d'origine? È, da sempre, la tesi della City di Londra, contraria (per motivi non solo filosofici) a un'armonizzazione delle regole con legislazione comunitaria: sarà il mercato a scegliere la giurisdizione che offre le regole più acconce. La **tesi della City** ha qualche buon argomento: una stessa misura può non andar bene a tutti (*one size cannot fit all*), anche tenendo presenti le differenze di ambiente legale e istituzionale. Tuttavia, un'armonizzazione, sia pure graduale e non spinta all'estremo, pare una premessa indispensabile per il mutuo riconoscimento.

Un problema importante e uno studio da non leggere

Ma il problema è davvero così importante? Lo è, ma non certo per le ragioni spurie usate dalla Commissione europea onde giustificare il suo pur meritorio attivismo. Le ragioni spurie sono contenute in uno studio intitolato "Quantificazione dell'impatto macro-economico dell'integrazione dei mercati finanziari dell'Unione" commissionato a un istituto chiamato London Economics: si consiglia all'economista di non leggerlo; in alternativa, di leggerlo per manifestare salutare indignazione sul merito e sul metodo. Mettendo nel cestino le variazioni a breve termine sul tema Finanza & Sviluppo, ci si fermi alla ragione valida: una **maggiore concorrenza nell'industria finanziaria**, con auspicabili benefici per i consumatori.

A che punto siamo? Quattro anni fa la Commissione presentò un ambizioso Piano d'azione dei servizi finanziari (Fsap), con una lista delle misure da adottare. Sorprendentemente l'attuazione di quel piano è a buon punto (anche se non sempre lo è il recepimento delle direttive nelle legislazioni nazionali) con un'accelerazione nell'ultimo anno. Delle quarantadue misure elencate, trentaquattro sono già in vigore, anche se quelle mancanti sono le più difficili (v. oltre). Cito fra le ultime approvate: la direttiva (per noi importantissima) su insider trading e manipolazione; quella sugli organismi di investimento collettivo (fondi comuni, ecc.); il regolamento che impone l'adozione degli stessi schemi contabili internazionali (Ias) per i bilanci consolidati (e, se si vuole, anche per i bilanci d'impresa) delle società quotate in tutti i Paesi membri. Non è poco.

Che cosa resta da fare?

Resta da fare ancora un bel po', e con tempi incerti, perché le materie in discussione sono terreno di scontri cruenti sia fra interessi nazionali sia fra interessi industriali.

Cominciando dal più facile, la direttiva sui prospetti, doterebbe di un passaporto europeo i prospetti di emissione approvati in qualsiasi Stato membro, consentendo la raccolta di capitali anche negli altri Paesi. Le obiezioni londinesi riguardano i prospetti per le euro-obbligazioni.

Vi è poi la direttiva sulle offerte pubbliche, che mena vita grama da almeno quindici anni: il problema (su cui si sono molto esercitati gli economisti, solitamente in ritardo sull'ultima versione) riguarda le tecniche di difesa contro le offerte ostili. Il contenzioso è fra nordici – tedeschi e scandinavi – e non ci riguarda (anche se qualche norma ci avrebbe fatto comodo), poiché la nostra legislazione è in sostanza allineata con il City Code inglese.

La direttiva sulla trasparenza è ancora nella sua infanzia e dovrà aspettare il prossimo Parlamento europeo.

Il piatto forte è la direttiva sui servizi di investimento, essenziale per consentire la concorrenza transfrontaliera fra intermediari, con l'armonizzazione delle regole di condotta, e la concorrenza fra mercati regolamentati e di questi con i sistemi di scambio alternativi. L'innovazione delle tecnologie e dei prodotti ha reso obsoleta la precedente direttiva: la nuova rappresenterebbe un progresso di grande rilievo, anche se potrebbe innescare processi di ristrutturazione nell'industria. L'ostacolo

principale è posto ancora una volta da Londra e riguarda il rifiuto dei grandi intermediari inglesi (si fa per dire: sono tutti americani) di accettare l'obbligo di *pre-trade transparency*, ovvero di pubblicazione di prezzi e quantità prima della negoziazione, nel caso di transazioni "internalizzate", in cui la banca è controparte del cliente.

Il problema è di non poco conto. Se si accetta, come si deve accettare, l'abolizione del principio di concentrazione degli scambi su un solo mercato, ammettendo la frammentazione dei luoghi di negoziazione, diviene difficile imporre o accertare la cosiddetta *best execution* dell'ordine: tanto più importanti divengono dunque i requisiti di trasparenza nella formazione dei prezzi onde offrire adeguati mezzi di difesa ai clienti. Nel migliore dei casi, su questa direttiva si potrà raggiungere un accordo di massima, con una possibile approvazione nella seconda metà del 2004: tempi europei!

Il mercato e le istituzioni

Una legislazione adeguata è condizione necessaria, ma non sufficiente per la costruzione del mercato unico dei servizi finanziari. I costi dell'attuale segmentazione (in Europa una transazione transfrontaliera costa 7-10 volte di più che una transazione sul mercato americano) dipendono anche da classici fallimenti di mercato. Mi riferisco alla frammentazione in monopoli locali dei servizi successivi alla negoziazione, come *clearing*, *settlement* e custodia: la questione è stata esaminata a fondo in due ottimi rapporti del gruppo presieduto da Alberto Giovannini.

Vi sono poi le istituzioni. Una prima questione riguarda il lentissimo passo della legislazione comunitaria: si è cercato di affrontarla con la cosiddetta procedura Lamfalussy. Un'altra questione è una sorta di mostro di Loch Ness, che riemerge periodicamente: se sia condizione necessaria per l'integrazione mettere su un regolatore unico europeo (*a European Sec*, come dicono i proponenti). La mia risposta è che si tratta di un falso problema. I limiti di spazio, già ampiamente superati, non mi consentono di motivare questa perentoria affermazione.



www.lavoce.info

Conti Pubblici

MENO TASSE O MENO DEBITO?

di [Luigi Spaventa](#) 12.07.2004

Le promesse del presidente del Consiglio sulla riduzione della pressione fiscale assommano ad almeno un punto e mezzo di prodotto. Più o meno quanto sarebbe necessario per ottenere una pur minima riduzione del debito, due punti. Per raggiungere entrambi gli obiettivi servirebbero interventi sulla spesa di 35-40 miliardi. E allora che cosa sceglierà di fare il governo? Ridurre il debito servirebbe per mettersi al riparo dai rischi di mercato ed evitare le censure internazionali. Ma, a meno di due anni dalle elezioni, è più probabile che opti per il taglio delle tasse.

Dopo l'equilibrato numero monografico de lavoce.info, consideriamo concluso il momento degli epicedi sul dimissionamento del ministro Giulio Tremonti **(1)** e occupiamoci del futuro. Non di chi gli succederà come autocrate dell'economia e delle finanze; piuttosto dei problemi che il successore, chiunque egli sia, dovrà affrontare.

I problemi del successore di Tremonti

La premessa è che la questione vera della nostra finanza pubblica non risiede nel numero magico del 3 per cento di disavanzo, ma nella **dinamica del rapporto fra debito pubblico e prodotto**. Non che esista un obiettivo preciso per questo rapporto. Ma, se il suo livello è e resta particolarmente elevato, i tassi d'interesse sono più alti e i conti pubblici sono più esposti al rischio di una loro variazione; comunque una parte cospicua delle entrate deve essere destinata al pagamento di interessi ai possessori di titoli anziché alla provvista di beni e servizi. Si vorrà riconoscere che il nostro 106 per cento, superiore di 35 punti alla media europea, è molto, troppo alto: con 10 punti in meno, la spesa di interessi si ridurrebbe di mezzo punto di prodotto: di tanto potrebbero essere ridotte le imposte (o, se i cittadini lo preferiscono, di tanto aumentata l'offerta di investimenti e servizi pubblici). Assicurare una continua, anche se graduale, diminuzione del rapporto fra debito e prodotto è dunque un obiettivo importante ed economicamente significativo. Per fissare le idee, e senza troppe ambizioni, chiediamoci a quali condizioni si possa ottenere un calo di due punti all'anno, in modo da avere entro il 2007 un debito non superiore al prodotto nazionale.

L'algebra del debito

L'algebra elementare del debito ci dice che la dinamica di esso rispetto al prodotto dipende da **tre variabili**: costo medio del debito, tasso di crescita nominale dell'economia, saldo (primario) fra entrate e spese al netto degli interessi: una differenza positiva fra costo del debito e tasso di crescita fa aumentare il rapporto fra debito e prodotto nazionale; un avanzo primario lo fa diminuire. **(2)**

Vi è anche un altro fattore, la **differenza fra fabbisogno e indebitamento**, che ha contribuito negli ultimi anni ad alimentare, e non di poco, la crescita del debito. Ipotizziamo, a rischio di essere indebitamente ottimisti, che la forbice fra fabbisogno di cassa e indebitamento di competenza si richiuda e ci concentriamo quindi solo sulle prime tre variabili. Supponiamo che l'economia torni a un normale, anche se non esaltante regime di crescita: un'ipotesi del 4 per cento medio annuo (nominale) sembra sensata. Oggi il costo medio del debito è vicino al 5 per cento: a essere benevoli, si può anche supporre che possa abbassarsi sino al 4,5. Dalla formuletta riportata in nota risulta che occorre un **avanzo primario** stabile dell'ordine del 2,5 per cento del prodotto per ottenere la riduzione di due punti all'anno del rapporto che abbiamo posto come modesto obiettivo (con mezzo punto in meno o in più di avanzo primario per mezzo punto in meno o in più della differenza fra costo del debito e tasso di crescita).

Quale avanzo primario? Poiché stiamo ragionando sul medio periodo, il saldo che ci interessa deve avere natura **strutturale**: né abbellito da misure una tantum che, per definizione, non possono essere ripetute (anche perché oramai resta ben poco spazio all'inventiva), né ridotto dagli effetti di una congiuntura negativa. Per capire dove ci troviamo ora, usiamo gli utili numeri elaborati da Roberto Perotti nella sua analisi della "[macroeconomia di Tremonti](#)". Nelle plausibili stime di Perotti, l'avanzo primario depurato da misure non ripetibili come i condoni (pari a quasi il 2 per cento del prodotto), ma aggiustato in aumento per tener conto della congiuntura negativa, è stato dell'1,12 per cento nel 2003. Rimarrà probabilmente vicino a quel livello anche nel 2004, sempre che le misure di correzione della recente manovra governativa riescano a compensare il peggioramento in atto (ma secondo il Governatore della Banca d'Italia l'avanzo primario si riduce comunque). Ne segue che, **solo** per consentire la modesta riduzione del rapporto fra debito e prodotto di cui si è detto, occorre che l'avanzo primario **strutturale** (depurato da una tantum e da effetti ciclici) migliori nel 2005 e negli anni a venire di ben oltre un punto in termini di prodotto.

Ministri e padri di famiglia

Come ottenere questo miglioramento? Un aumento della pressione fiscale è improponibile. Occorre dunque intervenire sulla **spesa al netto degli interessi**, per contenerne la crescita ben al di sotto della crescita dell'economia: compito certo difficile, ma non impossibile nelle dimensioni indicate. Negli ultimi mesi, tuttavia, e da ultimo all'assemblea dell'Abi, il presidente del Consiglio ha ribadito la fermissima intenzione di ridurre la pressione fiscale sui **redditi personali**, per mantenere le sue promesse elettorali: ha concesso che le aliquote possano essere tre e non due, ma ha anche promesso una qualche riduzione dell'**Irap**. La ricetta di copertura offerta all'Abi dal presidente-ministro ad interim dell'Economia risiede in un semplice teorema, mutuato, come egli ci ha detto, dalla finanza della famiglia e dell'impresa. Meno soldi entrano, meno si spende: se si tagliano le imposte, ogni buon padre di famiglia e ogni accorto imprenditore dovrà necessariamente tagliare le spese.

Facciamo un po' di conti. Le promesse del presidente assommano ad almeno un punto e mezzo di prodotto: più o meno tanto quanto sarebbe necessario per ottenere la riduzione del debito di due punti. Per raggiungere entrambi gli obiettivi servirebbero dunque interventi sulla spesa dell'ordine di 35-40 miliardi, pari al 5-6 per cento delle uscite al netto degli interessi. Temo che neppure un ottimo padre di famiglia, quale è il Ragioniere generale dello Stato, Vittorio Grilli, ci riuscirebbe. Il governo si è impegnato a non toccare la **spesa previdenziale**, e in genere quella sociale; le spese per il pubblico impiego sono obbligatorie; agli investimenti pubblici si assegna priorità; gli acquisti di beni e servizi sono stati drasticamente tagliati con la recente manovra, per evitare un peggioramento (non per ottenere un miglioramento) dell'avanzo primario. Che cosa rimane? La riforma degli incentivi alle imprese potrà rendere al più 10-12 miliardi. E il resto da dove viene? Per saperlo, aspettiamo la pubblicazione del documento di programmazione economica e finanziaria, mai così tardivo. Ma vi sono, temo, pochi dubbi: **il resto manca**. Se così è, la promessa riduzione della pressione fiscale ordinaria (al netto dei condoni) potrà avvenire solo lasciando dov'era il rapporto fra debito e prodotto – o con qualche frazione in meno, se si escogita qualche altro espediente (come la vendita con *lease back* di immobili pubblici) o si vende qualche gioiello residuo. Dato un limite di fattibilità al

contenimento della spesa nel breve periodo, questa è dunque l'alternativa: **o** una diminuzione del rapporto fra debito e prodotto, che potrà consentire **in futuro** un calo della pressione fiscale, **o** una riduzione delle aliquote **subito**. Forse il padre di famiglia sceglierebbe prudentemente la prima strada, per mettersi al riparo dai rischi di mercato ed evitare le censure internazionali. Ma, a meno di due anni dalle elezioni, conosciamo le preferenze del padrone della famiglia: anche perché, come ha detto nel suo intervento all'Abi, con un debito dell'ordine di 1400 miliardi poco importa averne qualche decina di miliardi in più.

(1) Due citazioni riassuntive dal *Giulio Cesare*. Antonio: "Il male che gli uomini fanno sopravvive loro, il bene spesso finisce sotto terra con le loro ossa". Popolano: "Temo che ve ne sarà uno peggiore al suo posto".

(2) La formuletta, approssimata, è: $Dd = (r-g)d - a$, ove Dd è la variazione del rapporto fra debito e prodotto nazionale, r è il costo medio del debito, g è il tasso di crescita nominale dell'economia, e a è il saldo fra entrate e spese al netto degli interessi, positivo o negativo. Se ad esempio il debito è pari al prodotto e il costo del debito eccede di un punto il tasso di crescita, con un avanzo primario nullo il rapporto cresce di un punto; resta costante con un avanzo primario dell'1 per cento; diminuisce di un punto con un avanzo primario del 2 per cento.



www.lavoce.info

[Finanza](#) / [Giustizia](#)

MINORANZE IN CONSIGLIO

di [Luigi Spaventa](#) 30.05.2005

Il disegno di legge sulla tutela del risparmio impone alle società quotate di prevedere negli statuti un voto di lista per l'elezione di un consigliere di minoranza. E' una novità molto criticata. Forse perché l'obiettivo è evitare una qualsiasi rappresentanza delle minoranze, anche se limitata e meglio disciplinata. L'alternativa di prevedere un numero minimo di amministratori indipendenti non sembra valida. Perché la conferma di ogni amministratore che soddisfa i requisiti formali di indipendenza dipende comunque dall'azionista di controllo.

In un ambiente di proprietà fortemente concentrata, di scarso attivismo degli investitori e di controlli ambientali modesti, il disegno di **legge sulla tutela del risparmio** licenziato dalla Camera dei deputati si propone di contenere lo spazio di arbitrio dell'azionista di controllo. Lo fa, tra l'altro, imponendo alle società quotate di prevedere negli statuti un voto di lista per l'elezione di un **consigliere di minoranza**, con soglia massima del 2,5 per cento del capitale per la presentazione delle liste.

Critiche e obiezioni

Questa innovazione ha sollevato forti critiche: espresse in recenti contributi a lavoce.info e in documenti di Assonime e di Abi, esse paiono trovare orecchie attente in Senato. In termini generali, si è eccepito che la rappresentanza delle minoranze in consiglio riflette "una malintesa equiparazione tra democrazia parlamentare e democrazia societaria"; comprometterebbe "il delicato equilibrio della *governance* delle società per azioni", "dato da una maggioranza interessata alla gestione e che è perciò legittimata a gestire e da una minoranza, interessata invece a un ritorno patrimoniale dell'investimento, che [coopera nel controllo](#)"; renderebbe "più difficili le scelte imprenditoriali", che poggiano sul principio di maggioranza" (Assonime). In termini più specifici, si osserva che la soglia massima del 2,5 per cento, troppo alta per offrire espressione al risparmio diffuso, è tuttavia troppo bassa considerando la modesta capitalizzazione di tante società quotate: con poca spesa un concorrente o un professionista di *greenmail* potrebbe acquistarsi un [posto in consiglio](#); alternativamente, aggiunge Assonime, l'azionista di controllo finirebbe per promuovere liste di minoranza "amiche".

Comprendo che il tema è delicato; ma, forse perché non sono un giurista, stento a comprendere queste obiezioni. Mi sfugge la distinzione fra "interesse alla gestione" (delle maggioranze) e "interesse al ritorno patrimoniale" (delle minoranze), potendo una *mala gestio* compromettere proprio quel ritorno patrimoniale.

In base a tante passate esperienze (e non solo ai casi più clamorosi), mi riesce difficile (e riesce ancor più difficile agli osservatori stranieri) attribuire pregi particolari al "delicato equilibrio" – se pur

di equilibrio si tratta – fra organi societari espresso dalla *governance* delle *nostre* società. Concordo con chi scrive che in una situazione di concentrazione proprietaria come quella italiana "la contrapposizione significativa (...) è soprattutto fra soci di maggioranza e di minoranza", e che pertanto il problema principale riguarda gli "abusi fatti nell'interesse del socio o dei soci di controllo". (1)

Di fatto, il compito degli amministratori non esecutivi tende sempre più a trascolorare in una funzione di controllo sulle decisioni gestionali: come dice la Raccomandazione della Commissione europea sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, "nelle società con azionisti di controllo, assume maggiore importanza la maniera in cui assicurare che nella gestione della società si tenga sufficientemente conto degli interessi degli azionisti di minoranza". (2)

Del resto, la previsione del voto di lista con rappresentanza delle minoranze non è certo nuova nella realtà societaria italiana: la ha imposta la legge 474/1994 per le società privatizzate; è ora contenuta negli statuti di dodici fra le prime ventisette quotate, con quorum oscillante fra l'1 e il 3 per cento. Queste esperienze hanno meritato generale apprezzamento, soprattutto nel caso delle società privatizzate; né sembra che esse abbiano dato luogo a situazioni endemicamente conflittuali e a paralisi gestionali. Aggiungo che la previsione statutaria è condizione necessaria, ma non sufficiente per l'elezione di un amministratore di minoranza: un sindaco di minoranza, pur se gli statuti devono obbligatoriamente assicurarne la possibilità di elezione, è di fatto presente solo in circa un quarto delle società quotate. A queste osservazioni si eccipisce che tali esperienze riguardano società grandi, in cui l'elezione è avvenuta grazie allo sforzo organizzato degli investitori istituzionali: proprio la loro assenza nelle società minori aprirebbe il campo a concorrenti e disturbatori. A parte il fatto che ciò non è avvenuto sinora nel caso dei sindaci, a motivo dell'inerzia delle minoranze, si deve ammettere che quel rischio può esistere. Ma, se esiste, esso dipende solo dall'ostinata passione del nostro legislatore per l'imposizione di rigide soglie quantitative: come, nel caso in esame, quella massima del 2,5 per cento per la presentazione di una lista. Per evitarlo, mantenendo tuttavia la rappresentanza delle minoranze, esiste un rimedio semplice: rendere la soglia flessibile (maggiore per le società minori, e viceversa), affidando alla Consob il compito di definirla in relazione alla dimensione del capitale sociale, o della capitalizzazione, o ancor meglio del flottante della società.

La questione dell'indipendenza

Mi chiedo se l'obiettivo perseguito dai critici non sia quello di evitare *comunque* una rappresentanza delle minoranze, anche se limitata e anche se meglio disciplinata.

Quasi a compenso, si propone invece di prevedere un numero minimo di amministratori indipendenti. Non mi pare un'alternativa valida. L'esercizio di definire con enumerazione tassativa i requisiti di indipendenza è in parte vacuo: quelli indicati dal disegno di legge, o i nove elencati dalla Raccomandazione della Commissione europea rappresentano condizioni necessarie a evitare conflitti d'interesse in capo al soggetto, ma non sufficienti per garantirne una *effettiva* indipendenza, la quale non è suscettibile di definizione formale. E infatti la Raccomandazione, dopo il lungo e puntiglioso elenco, è costretta a introdurre una sorta di prescrizione di chiusura:

"l'amministratore indipendente si impegna (...) c) a esprimere con chiarezza la sua opposizione qualora una decisione del consiglio d'amministrazione (...) possa danneggiare la società", sino a trarre "le conclusioni del caso" qualora "nutr[a] serie riserve". Ben detto. Ma chi ci dice che ogni amministratore che soddisfa i requisiti formali di indipendenza, la cui conferma nell'incarico dipende tuttavia dall'azionista di controllo, è sempre pronto a mantenere quell'impegno? Un'antica storiella inglese narra di un giornalista radicale assunto da un giornale conservatore con stipendio lauto e garanzia di libertà di opinione, il quale, a un amico che lo vedeva intristito e gli domandava se, ben pagato, non potesse scrivere quello che voleva, rispose "*I can, but I don't*".

(1) Mario Stella Richter jr, "Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana", relazione alla giornata di studio su "Controlli sulla gestione societaria e tutela del risparmio", marzo 2005.

(2) Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 52/51, 25.2.2005.



www.lavoce.info

Conti Pubblici

ECONOMISTI ALL'APPELLO

di [Luigi Spaventa](#) 04.07.2005

Alcuni economisti lanciano un appello per maggiore concorrenza e rigore fiscale. Troppo generico, rispondono altri, perché non indica con chiarezza che l'obiettivo è tagliare le imposte. Ecco allora alcune indicazioni più specifiche da parte di un firmatario. E' necessario garantire una graduale riduzione del rapporto debito/Pil. Con una riorganizzazione del prelievo e della spesa, piuttosto che un taglio tout court. Per stimolare crescita ed efficienza molte tasse e spese vanno ridotte, altre aumentate. Da rivedere anche la politica su inflazione e tariffe.

Sono uno degli $n+k$ firmatari del cosiddetto **appello degli economisti**, in cui, per farla breve, si esprime l'esigenza di maggiore concorrenza e maggiore rigore fiscale.

Alberto Alesina, Roberto Perotti e Guido Tabellini (*Il Sole-24Ore* del 24 giugno; d'ora in avanti APT), non dissentono da queste richieste, ma lamentano, in quell'appello, genericità di indicazioni, che lo rendono "poco produttivo", e pertanto mancanza di efficacia. Intendono porre rimedio con alcune indicazioni sul versante del **fisco** ("Il rigore che serve" si intitola il loro articolo; sulla concorrenza deprecano di più, ma non aggiungono molto): a) con una spesa pubblica intorno al 48 per cento del Pil e un cuneo fiscale sul lavoro fra i più alti del mondo, è impensabile aumentare le tasse ("il solo metodo fin qui applicato in Italia"); b) occorre pertanto ridurre la spesa pubblica di almeno 5 punti di Pil in pochi anni; c) intervenendo subito sulle pensioni, sul pubblico impiego, sui "sussidi a pioggia per il Sud e alle imprese".

Diminuire il rapporto debito/Pil

Premesso che il genere letterario dell'appello soffre sempre di genericità (misurata forse dal numero di adesioni ottenute) e manca quasi sempre di efficacia, vorrei esercitarmi anch'io a riempire i vuoti, stimolato dalle censure e ancor più dalle indicazioni dei tre colleghi.

Cominciando dagli aggregati, io mi porrei come obiettivo una regolare diminuzione del **rapporto debito/Pil** di un paio di punti all'anno, la dimensione di quel rapporto essendo il nostro problema principale. Prenderei perciò le mosse non dal 48 per cento di APT, ma dal 43,4 per cento delle spese al netto degli interessi e dal 41,7 di pressione fiscale. Non mi lascerei consolare dalla constatazione che queste cifre non sono fuori norma rispetto all'Europa (a non parlare dei noiosi *outlier* scandinavi, di cui sempre si tace), per tre ragioni. a) Mentre la pressione fiscale, che si era episodicamente impennata negli anni di ingresso nell'euro, è tornata al livello del 1994 (diversamente da quanto APT sembrano pensare), la spesa al netto degli interessi ha compiuto un percorso inverso: calata sino al 2000, è risalita ai livelli del 1994. b) Si è in conseguenza ridotto l'avanzo primario e si è pertanto interrotta la riduzione del rapporto debito/Pil. c) Soffriamo di un grave **problema di crescita**, che aggrava quello di finanza pubblica.

Una maggiore crescita allevierebbe l'onere che l'obiettivo di debito impone all'avanzo primario. D'accordo con APT, indicherei in una sostanziosa riduzione del cuneo fiscale sul lavoro (un paio di punti?) una strada comunque opportuna. Come finanziarla? Sul versante delle entrate, lamenterei anzitutto che si siano dedicati troppi soldi a sgravi dell'Irpef invece che a quel fine e proporrei un rinvio *sine die* del "terzo modulo" della riforma. Mi esprimerei invece a favore di un **moderato aumento dell'Iva** (anche perché l'Iva colpisce le importazioni, ma non le esportazioni) e, ben studiato e preparato, di un aumento **dell'imposta sostitutiva** su interessi e dividendi (indecentemente bassa a favore dei *possidentes*). Affermerei certamente che la pressione fiscale non deve essere aumentata; destinerei anzi alla sua riduzione la riduzione della spesa per interessi conseguente al calo del debito.

Le complicazioni della spesa

Sul versante della spesa, le cose sono forse un po' più complicate di quanto APT pensino, e non solo per basse ragioni politiche. La spesa per prestazioni sociali è un po' minore che in Europa, ma ha una composizione anomala ed economicamente sciagurata. Al primo posto per i trattamenti pensionistici (15,6 per cento del Pil), siamo invece all'ultimo per trattamenti di disoccupazione e integrazione salariale (0,4) e per sostegno alla famiglia (0,5). Un risparmio sulla spesa pensionistica, ora, lo vorrei dedicato a un più efficace (e più costoso) **sistema di sussidi** di disoccupazione (ammortizzatori sociali), anche per incoraggiare mobilità, e di assistenza alla famiglia: le innovazioni svedesi di ausilio alle lavoratrici madri hanno avuto, almeno in apparenza, effetti demografici di rilievo. Un punto di riduzione sul **pubblico impiego**, ad aumento dell'avanzo primario, lo si può ottenere (anche ponendo un limite alle conseguenze della privatizzazione dei contratti dirigenziali) e qualcosa altro sui consumi intermedi (peraltro all'incirca costanti nel decennio). I trasferimenti correnti e in conto capitale alle **imprese private e pubbliche** sono il 2,6 per cento del Pil, in calo, soprattutto per la diminuzione degli incentivi per il Mezzogiorno. Per ridurli – osserverei – occorrerebbe anche smetterla con la **lotta all'inflazione** fatta a carico del bilancio pubblico: ad esempio, abbiamo le tariffe ferroviarie più basse d'Europa e continuiamo a impedirne un fisiologico aumento.

Ecco, in pillole, la mia versione integrata dell'appello. Temo di essere stato un po' più specifico di APT: ma almeno darò loro modo di dissentire non solo per la genericità di enunciazione del documento, ma anche per il merito dell'interpretazione che ne dà uno dei firmatari.



www.lavoce.info

Finanza

LETTERA AL FINANCIAL TIMES

di [Francesco Giavazzi](#) e [Luigi Spaventa](#) 29.08.2005

Giovedì 1 settembre si riunisce il Consiglio della Banca centrale europea, il primo dall'inizio di luglio e il primo dopo il feuilleton estivo italiano. In questa occasione abbiamo inviato al Financial Times la lettera qui allegata, pensando di interpretare anche il sentimento di molti nostri colleghi.

Lettera al Financial Times

Egregio direttore,

Noi, e con noi molti altri nostri colleghi, riteniamo che la posizione di Antonio Fazio quale Governatore della Banca d'Italia sia divenuta insostenibile.

La questione riguarda non tanto la legittimità formale delle sue azioni (come recita un detto italiano, "le leggi si applicano ai nemici e si interpretano per gli amici"), quanto la sua osservanza alle regole di condotta che dovrebbero vincolare tutti coloro che operano in un'istituzione pubblica. Il suo comportamento ha compromesso sia la credibilità esterna, sia la coesione interna della Banca d'Italia.

È vero che il Governo non ha il potere di revocare il mandato di Antonio Fazio, ma potrebbe rimuovere rapidamente alcune anomalie di fondo: la mancanza di un limite alla durata della carica; la governance autocratica della Banca che permette a un Governatore di fatto eterno di concentrare tutto il potere nelle proprie mani; l'ampiezza della discrezionalità nella vigilanza bancaria consentita dalle leggi vigenti e dall'aver attribuito alla Banca le competenze in materia di regolamentazione sulla concorrenza tra banche.

Cambiare queste anomalie forse non indurrebbe Antonio Fazio alle dimissioni, ma con ogni probabilità darebbe nuovi contorni ai suoi poteri, riducendoli. E metterebbe le basi necessarie per una ripresa dello sviluppo economico dell'Italia.

Troppo a lungo il Governo è rimasto in silenzio, senza esprimere il proprio punto di vista sul comportamento di Antonio Fazio; e senza nemmeno proporre alcun tipo di riforma. Il ministro del Tesoro, Domenico Siniscalco, si assume una grave responsabilità, se non fa sentire la propria voce al più presto.

Senza un tale intervento, l'Italia potrà fare affidamento solo su pressioni esterne.

Come membro del Consiglio direttivo del Sistema europeo di banche centrali, Antonio Fazio è tenuto a rispettarne il Codice di condotta. I membri del Consiglio infatti "hanno la responsabilità particolare di salvaguardare l'integrità e la reputazione del Sistema europeo di banche centrali", che richiede loro "di mantenere una condotta rispondente al più elevato standard morale" e "di agire dando prova di imparzialità e discrezione" di "essere consapevoli dell'importanza dei propri compiti e responsabilità" e "seguire una condotta che consenta di mantenere la fiducia del pubblico nella Bce". Il Consiglio potrebbe prendere in considerazione le recenti azioni intraprese da Antonio Fazio e decidere se sono compatibili con questi requisiti.



www.lavoce.info

Finanza

IL FUTURO DELLA BANCA D'ITALIA

di [Luigi Spaventa](#) 12.12.2005

L'articolo 19 del disegno di legge per la tutela del risparmio contiene disposizioni sull'organizzazione della Banca d'Italia. Ma non rimuove le cause delle degenerazioni dell'operato dell'autorità di vigilanza e si presta a obiezioni di merito. Modifiche incisive sono indispensabili. Se anche le approvasse la Camera, difficilmente passerebbero l'esame del Senato. Meglio allora stralciare l'articolo e rinviare alla prossima legislatura una riforma più organica, che comprenda anche una revisione della legislazione sui poteri e sulle competenze dell'Istituto.

Continua stancamente la recita parlamentare sulla legge per la **tutela del risparmio**. La Camera, se basteranno i tre giorni di cui dispone, modificherà il testo ricevuto dal Senato.

In almeno un caso si tratterà di una modifica fortemente peggiorativa: la restaurazione del regime sanzionatorio per false comunicazioni sociali del 2002, con il ritorno alla "modica quantità", alla querela di parte e a tutte le clausole che degradano il falso in bilancio a un *peccadillo* minore. Altre e più desiderabili modifiche, quali un ritorno al testo della Camera per le disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, opportunamente riscritte, e per la divisione di poteri fra Consob e Banca d'Italia, sono invece improbabili. È comunque indispensabile la revisione dell'**articolo 19** sull'organizzazione della Banca d'Italia, aggiunto al Senato dal Governo, nella vana speranza che tanto bastasse a far dimettere il governatore.

Le disposizioni contenute in quell'articolo non rimuovono le cause delle degenerazioni che si sono manifestate nell'operato dell'autorità di vigilanza e prestano il fianco a obiezioni di merito, sollevate anche dalla Banca centrale europea nel suo parere. Non sarà un caso se il Senato, ove si arrocca il nucleo duro dei difensori dello status quo, ha approvato quel testo senza discussioni.

Poteri e assetto della Banca d'Italia

Un rapporto dell'associazione *Astrid*, già presentato in bozza (www.astridonline.it) e di prossima pubblicazione in versione definitiva, elenca due insiemi di questioni che dovrebbero essere affrontate: poteri della Banca d'Italia; assetto e governance dell'istituto.

Il primo insieme (che, per ragioni procedurali, non può essere affrontato nel disegno di legge ora in discussione) include due temi. In caso di fusioni e acquisizioni la **disciplina comunitaria** considera l'autorizzazione un atto dovuto quando ricorrano i requisiti previsti. Il **Testo unico bancario** e ancor più le istruzioni di vigilanza sono stati invece scritti in modo da consentire alla Banca massima discrezionalità e da estendere l'ambito di intervento ben oltre il perimetro della vigilanza di stabilità. Anche ad ammettere che i comportamenti del governatore fossero tutti legittimi, proprio da ciò discenderebbe la necessità di modificare le legge che li hanno consentiti, come ci chiederà la Commissione europea, in un'annunciata procedura d'infrazione. Occorre pertanto intervenire sul



www.lavoce.info

Finanza

PRAGMATICA DIFESA DEL PIANO AMERICANO

di [Luigi Spaventa](#) 29.09.2008

Pur con qualche eccezione, gli economisti criticano aspramente il piano predisposto da Paulson e Bernanke. I giudizi negativi si concentrano in particolare sul prezzo al quale il Tesoro dovrebbe acquistare gli asset problematici, molti dei quali non hanno un mercato e sono difficili da valutare per la loro opacità e complessità. Ma un prezzo intermedio che soccorra le banche e non gravi sulle spalle dei contribuenti potrebbe rappresentare quel livello minimo capace di rivitalizzare i mercati.

Il Troubled Assets Relief Program di Paulson e Bernanke, che dovrebbe garantire al Tesoro Usa fondi per **700 miliardi** di dollari destinati all'acquisto di strumenti finanziari "problematici" (e in particolare titoli garantiti da ipoteca) per rivenderli in un momento successivo o tenerli fino a scadenza, ha suscitato reazioni negative diffuse (e talvolta indignate) tra le migliori e più brillanti menti del mondo dell'economia, seppure con qualche notevole eccezione, come Willem Buiter e Charles Wyplosz. **(1)**

Secondo i critici, lo schema ancorché ispirato, o almeno condiviso, da un trio di eminenti "ex" dell'ambiente, è mal concepito e probabilmente finirà per trasferire denaro dei contribuenti a istituzioni finanziarie che non lo meritano: se un immediato intervento pubblico è necessario, esistono rimedi migliori e più efficaci. **(2)**

QUESTIONE DI PREZZO

Due considerazioni preliminari sulla **tempistica** del piano, e peraltro di ogni altra proposta che abbia quella audacia e quelle dimensioni. In primo luogo, la sua efficacia è limitata dal fatto che arriva troppo tardi, appare una misura da ultima spiaggia, definita in fretta e furia dopo che la crisi è diventata acuta. Una mossa preventiva, attuata prima, avrebbe potuto evitare l'accelerazione del circolo vizioso tra caduta del valore degli asset ed esigenze in termini di capitale e fondi delle istituzioni finanziarie. **(3)**

In secondo luogo, una volta che Tesoro e Fed hanno annunciato congiuntamente il piano di emergenza, con la secca motivazione che è l'unico modo per evitare l'imminente disastro, non fare niente o ritardare artificialmente la sua messa in atto, aumenterebbe l'**incertezza** e precipiterebbe i mercati nel caos.

Ci sono due aspetti collegati nella crisi che attanaglia le istituzioni finanziarie, che ora ridimensionano i loro bilanci tagliando il credito all'economia: illiquidità e valore in calo di alcuni asset; scarsità di capitali: solo il 70 per cento delle perdite accertate sono state finora ripianate con

capitale fresco. Il Troubled Assets Relief Program è un tentativo di affrontare il primo aspetto, mentre i critici sostengono che un intervento pubblico dovrebbe preoccuparsi solo del secondo.

La critica più importante al piano riguarda il **prezzo** al quale il Tesoro dovrebbe acquistare gli asset problematici, molti dei quali non hanno un mercato e sono peraltro difficili da valutare per la loro mancanza di trasparenza e complessità. Secondo i critici, l'inevitabile **discrezionalità** nello stabilirne il prezzo può portare a due risultati: un prezzo mark-to-market, che tuttavia non darà alcun beneficio perché si limiterà a cristallizzare le perdite esistenti o addirittura a svelarne di nuove. Oppure, più probabilmente, un prezzo più alto che pur dando qualche sollievo, trasferisce le perdite dai venditori ai contribuenti, avvantaggiando così ulteriormente quelle istituzioni finanziarie che hanno preso le peggiori decisioni d'investimento. Le proposte alternative sono tutte variazioni su un unico tema: sostenere il **capitale** delle banche. Progetto da attuare attraverso l'acquisto da parte dello Stato delle azioni privilegiate delle banche (Krugman), magari con un ben delineato ma piuttosto complesso schema di acquisto di azioni privilegiate accompagnato da emissioni di azioni ordinarie (Calomiris). Oppure spingendo le società finanziarie a effettuare aumenti di capitale (Rajan) oppure ancora imponendo uno scambio debito-azioni (Zingales Wolf). **(4)**

In generale, poi, non è così solida l'idea che non esista un prezzo che potrebbe soccorrere le società finanziarie senza imporre un costo al contribuente, almeno per alcuni dei titoli problematici. I dati disponibili e anche le proiezioni pessimistiche sugli indici di fallimento mostrano che i prezzi "di mercato" riflettono una bolla negativa e non i valori "corretti": un'indagine approfondita ha portato la Bank of England a concludere che "utilizzare un approccio mark-to-market per stabilire il valore dei titoli illiquidi potrebbe portare a esagerare in modo significativo l'ordine delle perdite che le istituzioni finanziarie potrebbero eventualmente subire". **(5)** Per un'ampia fascia di titoli, perciò, l'alternativa non è così drastica come sostengono i critici: come pensa il presidente Bernanke, esiste un **prezzo intermedio**, abbastanza alto da permettere di venire in soccorso degli istituti in difficoltà, ma anche sufficientemente basso da non infliggere perdite al bilancio. Il vero problema è come scoprire quel prezzo.

ASTE E INIEZIONI DI CAPITALE

La tecnica dell'**asta inversa** di per sé non impedisce comportamenti opportunistici dei venditori sulla base di informazioni asimmetriche. Il direttore del Congressional Budget Office in un importante discorso ha affermato che le condizioni per evitare un simile risultato sono due: l'asta dovrebbe essere per azioni dello stesso asset e non di asset diversi (quindi non differenti prodotti complessi, ma tranche omogenee) e quelle azioni dovrebbero essere distribuite tra molti potenziali venditori. **(6)**

Se l'asta è ben costruita, però, i prezzi così fissati possono rappresentare il **livello minimo** necessario per rianimare i mercati, ricreando in questo modo liquidità. Quello che mi lascia perplesso nel piano americano è casomai l'offerta di denaro contante per l'acquisto di asset problematici invece di titoli di garanzia liquidi.

Le molte alternative basate su **iniezioni di capitale** pubblico e privato non sono neanche esenti da problemi. Anzitutto, lasciano irrisolta la questione della illiquidità degli asset: se la caduta dei prezzi continua, le iniezioni di capitale possono in breve dimostrarsi insufficienti (ed è già accaduto). Anche negli schemi alternativi ci sono poi elementi di discrezionalità, e quindi di arbitrarietà: una soluzione obbligatoria per tutti sarebbe eccessivamente invadente, ma scegliere e decidere l'ammissibilità al salvataggio implicherebbe una scelta discrezionale.

In linea teorica, i due aspetti del problema – illiquidità degli asset e scarsità di capitale – dovrebbero essere affrontati in sequenza. **(7)** Eliminare gli asset problematici dai bilanci delle banche permetterebbe di stabilizzare le perdite subite perché i prezzi avrebbero trovato un livello minimo (o, nel caso di asset immeritevoli, avrebbero definitivamente toccato il fondo). Eliminando l'incertezza,

questo dovrebbe incoraggiare in alcuni casi le iniezioni di capitale privato, altrimenti dovrebbe fornire informazioni più accurate sulla necessità dell'intervento pubblico.

Le guerre di religione non aiutano nella ricerca di soluzioni pragmatiche e costruttive.

(1) Di Buitter si veda "A TAD (Toxic Asset Dump) for USSA", FT.com/Mavercom, September 20, 2008 e i commenti a Calomiris e Rajan, FT.com. Per Wyplosz vedi "Why Paulson is (maybe) right, Vox, 22 September, 2008

(2) Nicholas F. Brady, Eugene A. Ludwig, Paul Volcker "Resurrect the Resolution Trust Corp.", *The Wall Street Journal*, September 17, 2008.

(3) Una proposta simile era stata avanzata sul *Financial Times* in aprile e su Vox e in *Policy Insights* del Cepr in maggio.

(4) Di Krugman si veda "Cash for Trash", *The New York Times*, September 21, 2008. Di Calomiris "A matched preferred stock plan for government assistance", in Vox, 22 September 2008. Di Rajan: "Desperate times need the right measures", FT.com, 19 September, 2008. Di Zingales "[Dove sbaglia Paulson](#)", lavoce.info. E di Wolf "Paulson's plan was not a true solution to the crisis", *Financial Times*, 23 September, 2008.

(5) *Financial Stability Report* aprile 2008, p. 20. Ciò vale in particolare per i titoli tripla A: le loro perdite stimate a prezzi di mercato sono almeno l'80 per cento più alte di quelle basate sul modello dei prezzi impliciti. Si veda anche la lettera di Dan McLaughlin di Bank of Ireland Global Markets al *Financial Times* del 25 settembre 2008.

(6) "Federal Responses to Market Turmoil", Statement of Peter. R. Orszag, September 24, 2008. Per un'altra analisi dei costi e benefici, si veda Douglas M. Elmendorf, "Concerns about the Treasury Rescue Plan", Brookings, September 25, 2008.

(7) Vedi Lucien A. Bebchuk, "A plan for addressing the financial crisis", Harvard, Johnson M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper No. 628, September 2008, the *Financial Times* editorial of September 19, 2008, Simon Johnson and James Kak, "The price of salvation", FR.com, Economists' forum, September 25, 2008.



www.lavoce.info

Finanza

INDIETRO ALLA CASELLA DI PARTENZA

di [Luigi Spaventa](#) 03.02.2009

Nel recente passato molti esperti hanno negato con veemenza che una ripulitura dei bilanci delle istituzioni finanziarie dalle obbligazioni strutturate svalutate e ormai illiquide fosse condizione necessaria e preliminare, anche se non sufficiente, per arrestare l'avvitamento della crisi finanziaria. Ora che le pur abbondanti ricapitalizzazioni non hanno sortito l'effetto sperato, sembrano invece accogliere di buon grado l'istituzione delle bad bank. Eppure, si tratta della stessa cosa, ma in condizioni più difficili perché si è perso tempo prezioso.

Sovente le opinioni degli esperti – tali per titolo accademico o per qualifica professionale – sono volatili quasi quanto i mercati. Nel recente passato molti di essi negarono con apodittica veemenza che una **ripulitura dei bilanci** delle istituzioni finanziarie dalle obbligazioni strutturate svalutate e ormai del tutto illiquide fosse condizione necessaria e preliminare, anche se non sufficiente, per arrestare l'avvitamento della crisi finanziaria in una spirale viziosa. Scartando quella soluzione, opponevano che la *sola* via maestra era una **ricapitalizzazione** delle banche: a opera della mano pubblica, dopo le scottature subite dalla mano privata fra la fine del 2007 e il 2008. Dovendosi ora ammettere che le pur abbondanti ricapitalizzazioni non hanno sortito l'effetto sperato, gli stessi che deprecarono qualsiasi intervento sugli attivi degli istituti, e soprattutto il piano di Paulson nella sua versione originaria (mai attuata), sembrano accogliere di buon grado le proposte di istituzione di *bad banks*. Eppure, a ben vedere, si tratta della stessa cosa, ma in condizioni più difficili perché si è perso tempo prezioso. Motivo brevemente queste affermazioni.

LE RICAPITALIZZAZIONI

Affinché abbia successo, la ricapitalizzazione delle banche richiede un previo intervento sul loro attivo. In una situazione di crisi finanziaria, il circolo vizioso fra liquidità di mercato e liquidità di provvista finanziaria provoca un declino protratto della valutazione dei titoli all'attivo delle banche e soprattutto di quelli rappresentativi del credito: manca o svanisce un mercato, le poche transazioni bilaterali avvengono a prezzi stracciati, gli indici di riferimento (come ABX) impiegati per il *fair value* vanno in caduta libera. Sino a che l'attivo continua a svalutarsi, il capitale che era sufficiente al tempo t non lo è più al tempo $t+k$, come si è ben visto nelle esperienze che si sono succedute sin dalla fine del 2007. Un computo affidabile del fabbisogno di capitale è possibile solo se il prezzo delle obbligazioni trova un **limite inferiore** ragionevolmente certo. Un intervento di acquisto dei titoli illiquidi servirebbe a definire quel limite per la parte dell'attivo altrimenti esposta solo a un *downside*. Prima si definiscono questi valori, minore è il fabbisogno di capitale necessario a risanare le banche.

UN REGALO ALLE BANCHE?

Se abbia senso ritenere che il valore “di mercato” non rifletta un valore “intrinseco” dei titoli o se con l’acquisto si faccia solo un regalo alle banche. Una risposta la hanno già data i tanti, accademici e funzionari, che hanno chiesto una sospensione della valutazione con i criteri del *fair value* (IAS 39) in situazione di mercati illiquidi o inesistenti: riconoscendo con ciò che in una situazione siffatta gli indici di mercato si allontanano in modo sostanziale dai “fondamentali”. Lo stesso risultato si ottiene con maggiore precisione dal confronto analitico del valore dei flussi di cassa scontati di alcune classi di obbligazioni creditizie, calcolati in base alle probabilità di insolvenza, con i prezzi “di mercato”, il primo sempre essendo maggiore dei secondi.

I PROBLEMI TECNICI

Se e come sia tecnicamente possibile sostituire le obbligazioni illiquide con altre attività. Sono problemi complicati, che tuttavia lo divengono ancora di più quando, con il passare del tempo, si aggrava la situazione di illiquidità. Il *Troubled Assets Relief Program* proposto dal segretario al Tesoro Paulson agli inizi di ottobre prevedeva una “**asta inversa**” (*reverse auction*) per i titoli posseduti dalle banche: i dettagli non furono mai elaborati, perché, sepolto dalle critiche dei ricapitalizzatori, Paulson alzò quasi subito bandiera bianca e dedicò i fondi stanziati a interventi diretti di salvataggio. **(1)** Si noti peraltro che i critici del Tarp non battevano ciglio mentre le banche centrali, e soprattutto la Fed, accettavano le obbligazioni illiquide in garanzia per operazioni di rifinanziamento, anche a termine non breve e sempre rinnovate: con ciò assumendone il rischio e risolvendo evidentemente un problema di valutazione; ma senza ottenere il beneficio di interrompere la spirale al ribasso, poiché i titoli rimanevano sui bilanci delle banche.

E comunque con la bad bank si fa, in ritardo, la stessa cosa dovendo affrontare gli stessi problemi. Ogni tanto si ha l'impressione che la *bad bank* venga ritenuta un espediente magico: via i *toxic asset* dai bilanci delle banche per conferirli in una discarica e tutti vivranno felici e contenti. Ma non è così semplice. A quale prezzo si valutano i titoli da trasferire alla banca “cattiva”? Non a zero, evidentemente, perché questo lo si potrebbe fare già oggi operando una gigantesca svalutazione, e una pari ricapitalizzazione, senza alcun trasferimento di attività. Il prezzo da pagare alla banca deve dunque essere positivo, tenendo presente che dal suo livello, in relazione ai valori di bilancio, dipende la determinazione del fabbisogno di capitale. Si ripropongono dunque, in ritardo e perciò più difficili, gli **stessi problemi** che si ponevano con il Tarp o con schemi simili: determinazione di una valutazione significativa dei titoli illiquidi; individuazione del soggetto acquirente; provvista dei fondi disponibili per l’acquisto.

Back to square one.

(1) Per questi problemi e sulle varie opinioni espresse, si veda Luigi Spaventa “[Pragmatica difesa del piano americano](#)”. Per una precedente proposta simile al Tarp, id., “Avoiding Disorderly Deleveraging”, Cepr Policy Insight, no. 22. La spirale di liquidità che impedisce di affidarsi esclusivamente alla ricapitalizzazione è analizzata in M.K. Brunnermeier e L.K. Pedersen, “Market Liquidity and Funding Liquidity”, 2007, in pubblicazione in *Review of Financial Studies*.



www.lavoce.info

Finanza

LE RESPONSABILITÀ DEGLI ECONOMISTI

di [Luigi Spaventa](#) 26.08.2009

Questa crisi pone seri problemi per la professione di economista. Bisogna chiedersi in quale misura gli economisti si fossero resi conto che la finanza era su un percorso insostenibile, perché non hanno incluso le variabili finanziarie nei modelli macroeconomici, perché la grande maggioranza ha ignorato i segnali d'allarme lanciati da alcuni solitari accademici. E ancora: gli economisti quanto hanno influenzato le azioni e le omissioni dei politici e dei regolatori del mercato?

Dopo la crisi, criticare gli economisti è diventato uno sport di moda. Se alcune accuse possono essere dismesse, perché irrilevanti o intellettualmente volgari (ad esempio che gli economisti non hanno saputo prevedere le tempistiche della crisi o che i loro modelli e le loro teorie sono troppo astratti), ci si deve chiedere se vi siano responsabilità più serie. Anche se alcuni studiosi hanno avviato meditati esami di coscienza, l'umore prevalente sembra essere che continuare come se nulla fosse accaduto sia la migliore risposta alle critiche. Eppure è innegabile che questa crisi solleva seri **problemi per la professione**. Nel [CEPR Policy Insight No. 38](#) ne ho esaminati alcuni che qui riassumo brevemente.

CHE COSA È MANCATO

In primo luogo ci si deve chiedere in qual misura gli economisti si fossero resi conto che il sistema finanziario aveva intrapreso un percorso insostenibile che alla fine avrebbe condotto ad una crisi.

Si deve ammettere che, in generale, questa consapevolezza è mancata: perfino dopo l'inizio della crisi molti ci hanno messo un bel po' di tempo per capire che cosa stava succedendo. Si riconosceva l'esistenza di una **bolla immobiliare** destinata a sgonfiarsi, come previsto da Robert Shiller; ma le interazioni con i mercati finanziari nel nuovo modello di trasferimento del credito non furono mai compiutamente analizzate. Né la letteratura sulla crisi del 1997-98, né quella sugli squilibri globali, né la recente generazione di modelli di crisi offrivano contributi utili per indirizzare l'attenzione sulla crescita del credito, della leva finanziaria e dell'esposizione al rischio che stavano creando le condizioni per il crollo imminente. I **segnali di allarme** di coloro che avevano capito che cosa si stava preparando (Raghuram Rajan nel suo paper presentato nel 2005 a Jackson Hole, gli economisti della BRI, Nouriel Roubini) sono stati ignorati; un interessante filone di letteratura sui bilanci delle banche, sui cicli della leva finanziaria degli intermediari, sugli effetti di improvvise variazioni della liquidità non ha mai trovato posto adeguato nei modelli macroeconomici.

In secondo luogo, si può sostenere (come fanno alcuni) che, se vi è colpa, essa riguarda gli economisti ma **non la disciplina**? Secondo questa tesi, gli economisti, se solo avessero voluto,

avrebbero potuto impiegare una vasta gamma di strumenti – dalla *agency theory* all'analisi delle informative – per comprendere le patologie dei mercati finanziari: non lo fecero per pigrizia mentale o perché afflitti da “cattura cognitiva”.

UNA SISTEMAZIONE TEORICA DELLA CRISI

Tuttavia manca ad oggi uno schema generale in cui tutti questi importanti pezzi di teoria possono essere assemblati per produrre, almeno ex post, una plausibile sistemazione teorica della crisi e delle sue dinamiche. I modelli più in voga, come quelli del tipo DSGE, ignorano le attività finanziarie e gli intermediari e non possono ammettere l'esistenza di agenti eterogenei, asimmetrie informative, problemi di agenzia, carenze di coordinamento e così via (per questo si è detto che non vi è nulla in quei modelli che possa interessare i banchieri centrali). Non è agevole spiegare la mancata inclusione delle **variabili finanziarie** nei moderni modelli macroeconomici: forse la comoda accettazione della ipotesi forte di mercati efficienti e dei teoremi di neutralità; forse l'illusione che la volatilità dei mercati finanziari fosse giunta al termine con la Grande Moderazione; forse i problemi pratici derivanti dalla necessità di mantenere i modelli gestibili e facili da utilizzare.

L'ultima questione è se le inadeguatezze degli economisti, oltre ad un costo di reputazione per la professione, abbiano avuto anche un **costo sociale**: ossia se le loro dottrine e atteggiamenti abbiano in qualche modo contribuito a creare un ambiente favorevole per lo scoppio di una crisi.

Anche a prescindere dalla teoria della finanza, che è il sospetto più ovvio, si deve riconoscere che gli economisti hanno contribuito a creare una sorta di *Zeitgeist* che ha influenzato le azioni e le omissioni dei politici e regolatori: per tale ragione ricade su di essi ricade una qualche responsabilità per ciò che è accaduto. **I regolatori**, sorpresi dalla crisi con gli occhi chiusi, avevano opposto resistenza ai tentativi di mettere la regolamentazione al passo con le innovazioni finanziarie, come dimostrano molti esempi. Ciò era coerente con le credenze prevalenti: che i mercati si auto-regolassero e richiedessero un intervento dello stato il più leggero possibile; che il perseguimento dei propri interessi portasse a una corretta valutazione del rischio; che lo sviluppo finanziario fosse sempre bene favorevole alla crescita, comunque avvenisse. Ogni rispettabile economista naturalmente sapeva che la validità di tali proposizioni dipendeva da un gran numero di condizioni e ipotesi molto restrittive. La necessaria cautela tuttavia, veniva sovente meno nel processo di trasformazione dei risultati di rigorose ricerche in prodotti per il consumo immediato. Più in generale, pochi si sono opposti alla **versione volgare del loro dottrine**, quale era richiesta dalle congregazioni a cui erano indirizzate le loro prediche, che includevano soggetti dell'industria finanziaria con ben precisi interessi.

Pensare con occhi nuovi, con una certa umiltà e senza difendere passate posizioni di rendita potrà essere di grande beneficio alla disciplina. I più giovani e i più svegli devono capire che dei problemi ci sono stati - altrimenti non avremmo visto Hyman Minsky diventare un personaggio popolare nelle lettere degli analisti del settore privato ai loro clienti.

» [LA RISPOSTA AI COMMENTI](#), Luigi Spaventa 03.09.2009



www.lavoce.info

[Europa](#) / [Conti Pubblici](#)

DOVE LA COMMISSIONE SBAGLIA

di [Francesco Giavazzi](#) e [Luigi Spaventa](#) 18.10.2010

Ormai anche la Commissione europea riconosce che la sola disciplina fiscale non è sufficiente a garantire la stabilità dell'euro. Ma la soluzione che propone per combattere le fragilità della zona euro è solo un vuoto e inutile esercizio. A preoccupare dovrebbe essere invece l'espansione non controllata del credito. Tanto più che l'Unione si è data due istituzioni che possono ben svolgere un ruolo di controllo su questa materia: il Consiglio europeo per il rischio sistemico e la nuova autorità di vigilanza bancaria.

Debiti e deficit occupano da sempre il centro della scena nel dibattito di politica economica in **Europa**, con la implicita assunzione che la **disciplina fiscale** sia la condizione fondamentale per la stabilità dell'Unione.

I PECCATI NON SANZIONATI

Ma il pasticcio del bilancio greco è stato solo la causa occasionale della crisi recente: le sue radici profonde non sono di natura fiscale. Irlanda e Spagna, con i loro bassi deficit (addirittura con surplus in alcuni anni) e livelli di debito pubblico ben al di sotto del 60 per cento, venivano considerate esemplari per la loro virtù fiscale. I loro peccati passavano inosservati perché erano di natura diversa.

In entrambi i paesi una straordinaria **espansione del credito** alimentava crescenti squilibri esterni e interni. Il rapporto del debito privato interno sul Pil raddoppiava negli otto anni fino al 2008; il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile saliva di 50 punti in Spagna e di 90 punti in Irlanda in soli sei anni. Il credito, sostenuto da banche nazionali che raccoglievano fondi nella zona euro e in particolare in Germania, finanziava un boom dell'**edilizia residenziale** e un eccesso di offerta sul mercato immobiliare.

Poiché l'**euro** è stato determinante in questa insostenibile evoluzione, il crollo dei due paesi ha messo in dubbio la solidità e persino la sopravvivenza della moneta unica.

La Commissione europea, che, in nome della "convergenza", non aveva ravvisato alcun motivo di preoccupazione nelle modalità di crescita in quei paesi, riconosce ora che la disciplina di bilancio non basta affatto a garantire la stabilità dell'euro. Due proposte di regolamento, pubblicate il 29 settembre (insieme a quelle sui deficit eccessivi), si occupano della "prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici" e stabiliscono una "procedura per squilibrio eccessivo". Riteniamo che la Commissione si sia impegnata in un esercizio vuoto e inutile. **(1)**

UN ESERCIZIO VUOTO E INUTILE

I regolamenti proposti prevedono “una tabella” (*scoreboard*) composta da “un insieme di indicatori macroeconomici e macrofinanziari” volti a identificare gli squilibri che gravano sull'economia di uno Stato membro o dell'Unione. Il raggiungimento di livelli di allarme dovrebbe dar luogo a una successione di esami e di raccomandazioni che potrebbero concludersi con l'apertura di una “procedura per **squilibrio eccessivo**”. Uno Stato che rifiutasse di adeguarsi alle indicazioni del Consiglio potrebbe essere sanzionato con una multa dello 0,1 per cento del Pil. Questa complicata procedura si espone a tre obiezioni di base.

Primo, non vengono specificati gli **indicatori** da prendere in considerazione: “misure delle posizioni esterne”, “competitività di prezzo o di costo”, “debito del settore pubblico e privato” sono citati nella presentazione solo a titolo di esempio. Identificare le condizioni che giustificano l'apertura di una procedura per squilibrio eccessivo diventa così, e non potrebbe essere altrimenti, un'operazione fortemente discrezionale. In conseguenza si aprirebbe la possibilità di negoziati senza fine, che prolungherebbero ancora il già lento processo di interazione tra Commissione e Consiglio.

Secondo, diversamente da quanto accade con i deficit pubblici, è talvolta difficile concepire **azioni correttive di cui si possa imporre l'esecuzione**. Quale rapido rimedio si può mai suggerire quando la causa dello squilibrio esterno è un calo di competitività dovuto ad andamenti insoddisfacenti della produttività (l'evoluzione della produttività totale dei fattori è stata piatta in Spagna e in declino in Italia)?

Terzo, l'approccio della Commissione non è utilizzabile in fase di prevenzione: può entrare in azione solo quando gli squilibri sono già abbastanza grandi e richiede molto tempo per avere effetti.

LA CHIAVE È NEL CREDITO

A parte deficit e debito, gli squilibri di cui dovrebbero preoccuparsi i governanti sono quelli legati a un'espansione non controllata del credito. Tenere il credito sotto controllo è l'unica azione efficace di prevenzione: negli anni Settanta i limiti all'espansione del credito interno erano utilizzati dall'Fmi come importante criterio di condizionalità. Questo non è tuttavia un compito della Commissione e non è neanche compito della Bce, la cui gestione monetaria non può essere ritagliata sui problemi di un singolo paese.

La buona notizia è che abbiamo ora due candidati credibili a svolgere questo ruolo: il **Consiglio europeo per il rischio sistemico** e la nuova autorità di vigilanza bancaria (operativa dal 1° gennaio) sono potenzialmente in grado di disciplinare, direttamente o indirettamente, quelle regole e prassi nazionali che hanno permesso gli eccessi e di conseguenza portato alla crisi alcuni paesi, mettendo a rischio la stabilità dell'intera unione. Il Consiglio europeo per il rischio sistemico e l'autorità europea di vigilanza segnano un importante passo avanti istituzionale per l'Unione: offrono un'opportunità che non dovrebbe essere sprecata.

(1) Si vedano anche gli articoli di Marco Buti e Martin Lanch e quello di Paolo Manasse contenuti [nel dossier su lavoce.info](#) tema e quello di [Charles Wyplosz su Vox](#).