



| lavoce.info |

Si può uscire dall'euro? | Pietro Manzini | 18.11.11
Gli Eurobond secondo la Commissione | Angelo Baglioni | 23.11.11
Bce: cosa può fare e cosa no | Gianluigi Tosato | 05.12.11
Frau Merkel e gli interessi tedeschi | Rony Hamaui | 07.12.11
Ma la disciplina tedesca non è tutto | Paolo Manasse | 13.12.2011
Istituti di credito, qui ci vuole capitale fresco | Salvatore Bragantini | 19.12.11
Come funziona il fiscal compact | Giuseppe Pisauro | 31.01.12
Segnali di una nuova democrazia europea | Antonio Padoa Schioppa | 21.02.12
Perché l'euro rimanga | Franco Bruni | 13.04.12
La democrazia e il fiscal compact | Francesco Daveri | 08.05.12
Il limite di aver dimenticato Hume | Michael Burda | 18.05.12
Euro, ultima chiamata | Carlo Magno * | 28.06.12
La federazione necessaria | Massimo Bordignon | 20.07.12
Mai più salvataggi | Tito Boeri | 24.07.12
Il cuore del problema: l'unione fiscale | Tommaso Monacelli | 08.08.12
La nuova Banca centrale europea | Francesco Vella | 18.09.12
Come eleggere un vero Presidente europeo | Pietro Manzini | 08.11.12
Così l'Europa regola le agenzie di rating | Andrea Resti | 18.01.13
L'euro, un imputato innocente | Livio Stracca | 24.04.13

Si può uscire dall'euro?

18.11.2011

Pietro Manzini

Un paese può uscire legalmente dall'euro? L'opinione dominante è che non sia possibile senza una modifica dei Trattati. In realtà, vanno esaminate tre differenti ipotesi. L'estromissione di uno Stato dalla moneta unica o dalla Unione Europea sembra giuridicamente impossibile, mentre l'uscita del blocco dei virtuosi è ammissibile, ma costituzionalmente rivoluzionaria. Il recesso volontario dei paesi in default non è previsto, ma non trova ostacoli giuridici insormontabili. E i partner europei potrebbero suggerirlo come soluzione obbligata ai paesi in default.

L'opinione dominante è che senza una modifica dei **Trattati** non si possa legalmente uscire dall'euro. In realtà il problema richiede una risposta più articolata e impone di esaminare almeno tre differenti ipotesi: a) l'espulsione dall'euro di uno o più paesi in default; b) il recesso volontario di questi stessi paesi; c) l'abbandono volontario dell'euro da parte dei paesi 'virtuosi' per costituire un "super euro".

ESPULSIONE DEI PAESI IN DEFAULT

Si tratta senz'altro dell'ipotesi più irrealistica. L'**espulsione** di uno Stato non è contemplata in nessun caso dai Trattati europei, né per quanto riguarda l'appartenenza all'Unione né per quanto attiene l'adesione all'euro. Una simile eventualità appare inoltre del tutto **estranea al sistema**. L'Unione infatti possiede regole che disciplinano le conseguenze della violazione dei Trattati (intervento della Commissione e della Corte di giustizia). Tutte queste regole sono orientate a far sì che lo Stato rientri nell'alveo della legalità europea e non a estrometterlo dall'Europa. Peraltro, in relazione allo specifico problema dell'eccesso di disavanzo pubblico rispetto al Pil, l'articolo 126 Tfe stabilisce espressamente che la Commissione o gli altri Stati membri non possono adire le vie giudiziarie normalmente esperibili contro le infrazioni dei Trattati, dovendosi invece obbligatoriamente perseguire una **soluzione politica** elaborata in seno al Consiglio. **(1)** Quest'ultimo può giungere a "intimare" allo Stato membro di prendere le misure necessarie per correggere la situazione, ma non può obbligarlo a lasciare l'euro. Dunque non appare configurabile nessuna espulsione forzata di uno Stato in default, né attraverso un ricorso alla Corte, né con una deliberazione politica da parte degli altri Stati membri.

RECESSO VOLONTARIO DEI PAESI IN DEFAULT

Il Trattato Unione Europea, all'articolo 50, prevede che ogni Stato membro possa decidere di recedere dall'Unione. Si tratta di una decisione sostanzialmente incondizionata: lo Stato non deve spiegare perché intende uscire o dimostrare di trovarsi nella necessità di uscire dall'Unione. Il recesso dai Trattati europei è un **atto di sovranità** che ciascuno Stato può prendere conformemente alle sue regole costituzionali. L'articolo 50 prevede che si possa uscire dall'Unione e la lettura che comunemente è stata data della norma è che non sia utilizzabile per uscire solo da un "pezzo" dell'Unione, ossia dall'**euro**: o si esce completamente dalla casa europea o se ne rimane completamente all'interno. Altre disposizioni dei Trattati sembrano collegare l'appartenenza all'Unione con quella all'euro in maniera definitiva. Ad esempio l'articolo 3 TUE dichiara che l'Unione istituisce un'unione economica e monetaria "la cui moneta è l'euro", mentre l'articolo 140 Tfe stabilisce che, al momento dell'accesso di uno Stato nell'euro, il tasso al quale l'euro subentra alla moneta nazionale è fissato "irrevocabilmente".

Tuttavia, a ben vedere l'articolo 50 non è un ostacolo giuridico insormontabile all'uscita dall'euro, mantenendo contemporaneamente l'appartenenza all'Unione. Anzitutto, prevedendo la possibilità di

recesso dall'Unione, non vieta esplicitamente il recesso solo dall'euro; in effetti, al riguardo, l'articolo semplicemente tace. In secondo luogo, una norma che ammette la possibilità di recedere dall'intero blocco degli obblighi europei potrebbe essere interpretata nel senso di consentire anche la possibilità di recedere da una parte soltanto di questi obblighi: *qui peut le plus peut le moins*. Infine, la permanenza nell'Unione sia di Stati che ancora non hanno i requisiti per far parte dell'euro sia di Stati che, pur avendone i requisiti, non hanno la volontà politica di aderirvi, dimostra che l'appartenenza all'Unione non è **costituzionalmente** legata all'adesione alla moneta unica. **(2)** Pertanto, il recesso volontario dall'euro di alcuni Stati in default (o a rischio default), sebbene non esplicitamente previsto, non è giuridicamente inimmaginabile.

RECESSO VOLONTARIO DEI PAESI “VIRTUOSI”

Una terza ipotesi è quella che, di fronte all'impossibilità di estromettere gli Stati a rischio default, gli altri Stati decidano di lasciare l'area euro per dotarsi di una nuova moneta di più sicura stabilità. Anche questa ipotesi non è del tutto inconcepibile dal punto di vista giuridico, ma appare assai meno compatibile con l'odierna struttura costituzionale europea rispetto a quella precedente.

L'articolo 3 TUE prevede che la moneta dell'Unione sia l'euro; dunque contempla che vi sia **una sola moneta** (e non due) e tale sia quella attualmente in circolazione. Inoltre, l'articolo 50 appare redatto per il caso di un recesso individuale o di un numero limitato di paesi e non per l'ipotesi di un'uscita di un intero blocco di Stati membri. Tuttavia, se si ammette che sulla base di tale norma i paesi in default possano abbandonare l'euro, sembra difficile ritenere che tale opzione non sia aperta anche ai paesi virtuosi. Non è nemmeno da escludere che questi ultimi, ritenendo che il loro recesso sia motivato dal mancato rispetto da parte di altri Stati dei vincoli posti dai Trattati europei, invocino - conformemente al diritto internazionale - la violazione di tali Trattati come motivo per sciogliersi dagli impegni relativi alla moneta unica.

Pertanto: se l'estromissione di uno Stato dall'euro (o dalla Unione Europea) sembra giuridicamente impossibile e l'uscita dall'euro del blocco degli Stati virtuosi un'ipotesi ammissibile, ma costituzionalmente rivoluzionaria, il recesso volontario dall'euro dei paesi in default, per quanto non previsto, non trova ostacoli giuridici insormontabili. È meglio saperlo nel caso in cui il 'recesso volontario' venga suggerito dai partner europei come una **“soluzione obbligata”**.

(1) Dopo l'entrata in vigore del trattato di Lisbona (1 dicembre 2009) i trattati sui cui si fonda l'Unione sono il Trattato sull'Unione Europea (TUE) e il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE).

(2) L'articolo 140 TFUE disciplina la procedura di accesso all'euro per quegli Stati che ancora non ne sono parti. Il Regno Unito e la Danimarca possono mantenersi fuori dall'area euro indefinitamente (vedi Protocolli 15 e 16).

Gli Eurobond secondo la Commissione

23.11.2011

Angelo Baglioni

La Commissione europea propone diverse ricette per gli eurobond. Meglio quella che prevede una sostituzione parziale del debito con garanzia congiunta da parte degli stati dell'area euro. Il trasferimento di sovranità fiscale proposto dalla Commissione è solo burocratico; occorre una maggiore legittimazione politica. Intanto comincia a crollare il mito della Bundesbank, costretta a comprare il debito tedesco.

Nel Libro verde presentato il 23 novembre, la Commissione prende una posizione sostanzialmente favorevole all'introduzione degli **Eurobond**, quale strumento per la gestione ordinaria del debito pubblico dei paesi dell'area euro. Le finalità dello strumento sono: stabilizzare il mercato del debito sovrano in Europa (per questo la Commissione li chiama "Stability bonds") e consentire una riduzione del costo del finanziamento agli stati membri, in particolare a quelli che oggi sono più esposti alla bufera dei mercati.

TRE OPZIONI

Il documento della Commissione è prudente, e non si sbilancia a favore di una specifica modalità di realizzazione degli Eurobond; si limita piuttosto ad illustrare **i pro e i contro** di tre diverse versioni, che possiamo sintetizzare come segue.

(1) Sostituzione **completa** dei debiti nazionali e garanzia **congiunta**. I debiti pubblici nazionali verrebbero sostituiti completamente dagli Eurobond, anche se la sostituzione potrebbe essere graduale nel tempo. Gli stati sarebbero garanti in solido di tutti gli Eurobond emessi: se uno stato non è in grado di ripagare la sua parte di debito, ne rispondono gli altri.

(2) Sostituzione **parziale** dei debiti nazionali e garanzia **congiunta**. I debiti pubblici nazionali verrebbero sostituiti solo in parte dagli Eurobond: oltre un certo limite, gli stati dovrebbero continuare a finanziarsi con titoli nazionali. La garanzia sugli eurobond sarebbe in solido, come nel caso precedente.

(3) Sostituzione **parziale** dei debiti nazionali e garanzie **separate**. La garanzia sugli eurobond, che sostituirebbero solo in parte i debiti pubblici nazionali, sarebbe pro-rata: ogni stato garantisce solo una quota prestabilita di emissioni.

Nella visione della Commissione, le tre versioni degli Eurobond presentano un grado decrescente di "solidarietà" tra i paesi membri, e quindi un grado decrescente di vantaggi per i paesi ad alto debito, in termini di stabilizzazione del **mercato dei titoli** e di riduzione dell'onere di interessi.

Tuttavia, le prime due opzioni richiederebbero una revisione dei Trattati Ue, perché violerebbero la clausola di "no bail out"; ciò non sarebbe necessario per la terza opzione, che quindi sarebbe più agevolmente percorribile nel breve termine.

LA SECONDA È LA MIGLIORE

A ben vedere, ci sono buoni motivi per ritenere che la seconda versione sia quella che porterebbe i maggiori vantaggi. La sostituzione parziale dei debiti è un elemento essenziale del progetto: porre un **limite** (in percentuale del Pil) all'emissione di eurobond, unitamente al riconoscimento della "seniority" a loro favore (sarebbero rimborsati prima dei titoli nazionali in caso di insolvenza), consentirebbe di risolvere il tipico problema di moral hazard che si crea quando si "socializzano" i debiti. Infatti il costo marginale del debito (quello pagato sui titoli nazionali) salirebbe rispetto ai livelli attuali, introducendo un incentivo a limitare l'**indebitamento** del settore pubblico.

D'altra parte, una garanzia pro-rata sarebbe poco utile: se ogni paese garantisce solo la sua quota di Eurobond, si perde lo scopo dell'operazione. La riduzione dei tassi d'interesse avviene solo se i paesi ad alto debito usufruiscono in qualche modo del merito di credito di quelli a basso debito; ma per avere questo risultato bisogna che i secondi siano disposti a rispondere dei debiti dei primi. Occorre quindi una responsabilità congiunta. Il costo atteso di questa garanzia, per i contribuenti dei **paesi più solidi**, può essere limitato in diversi modi, che la stessa Commissione prende in considerazione: oltre al limite e alla seniority menzionati prima, i paesi meno affidabili potrebbero essere chiamati a versare una garanzia collaterale in cash (come già suggerito in un [precedente articolo](#)). Se ognuno garantisce solo per sé, l'unico guadagno possibile dell'operazione eurobond è la maggiore **liquidità** del mercato di questi titoli rispetto a quelli nazionali, ma questa è assai difficile da quantificare **(1)**.

NON SOLO BUROCRAZIA, PLEASE

La Commissione si rende conto che l'introduzione degli eurobond, particolarmente nelle prime due versioni, richiede un maggiore grado di integrazione e **coordinamento fiscale** tra i paesi membri della zona euro. Per questo motivo il libro verde contiene una serie di proposte per rafforzare il contesto di politica fiscale ("fiscal framework") in cui inserire gli Eurobond. Peccato che nella visione della Commissione questo rafforzamento consista solo in una serie di procedure, vincoli e poteri intrusivi di controllo da parte della Ue a carico dei paesi membri, soprattutto di quelli ad alto debito **(2)**. Emerge una visione burocratica dell'Europa, che affida sempre più potere ad un organismo essenzialmente tecnico quale la Commissione. È chiaro che questo è il modo migliore per fare odiare l'Europa ai cittadini europei. Il trasferimento di **sovranità** fiscale, necessario per fare sopravvivere l'euro e per introdurre gli Eurobond, dovrebbe invece avvenire attraverso istituzioni con maggiore legittimità democratica: ad esempio, il Parlamento europeo o una Commissione di cui almeno il Presidente sia eletto dal popolo. A questo proposito, sarebbe interessante sapere cosa intende esattamente la signora Merkel quando invoca una maggiore **integrazione politica** in Europa.

LA BUNDESBANK SI COMPRA IL DEBITO TEDESCO

Nel frattempo, la tempesta finanziaria non risparmia neanche la "virtuosa" Germania. Per la terza volta un'**asta di titoli pubblici** tedeschi non riesce a raccogliere sul mercato il quantitativo prefissato. Nell'asta del 23 novembre, i partecipanti all'asta hanno comprato meno del 60 per cento della quantità offerta (3.5 miliardi su 6). Forse questo è un segno che il "flight to quality", che finora ha consentito allo stato tedesco di finanziarsi a tassi bassissimi (attorno al 2 per cento sulla scadenza decennale) sta per finire: qualcuno sui mercati si sta rendendo conto che l'eventuale fine dell'euro non sarebbe una passeggiata neppure per la **Germania**? Di sicuro c'è che in questa situazione la Bundesbank, nota custode dell'ortodossia teutonica, si comporta in modo disinvolto, comprando i titoli rimasti invenduti in asta. La banca centrale tedesca dovrebbe almeno spiegarci come questo comportamento sia compatibile con lo Statuto del sistema europeo di banche centrali, che **vieta** espressamente al Sebc il "finanziamento diretto" del settore pubblico, ovverosia l'acquisto di titoli pubblici sul mercato primario e la concessione di linee di credito. Ma forse il rigore vale solo per gli altri?

(1) Non a caso, la Commissione non considera l'opzione della sostituzione completa dei debiti nazionali con garanzie separate, riconoscendo che questa versione sarebbe in sostanza equivalente alla situazione attuale.

(2) A questo proposito il libro verde parla, fra l'altro, di "extensive intrusive power at EU level in cases of severe financial distress" (pag.22).

Bce: cosa può fare e cosa no

05.12.2011

Gian Luigi Tosato

Con le acquisizioni di debito sovrano degli Stati in crisi, la Bce esula dal mandato affidatole dai Trattati europei? La sua missione principale è la stabilità dei prezzi, che presuppone necessariamente la stabilità monetaria. Ma gli acquisti rappresentano anche un aiuto agli Stati in difficoltà, che non rientra tra i compiti della Banca centrale. Tuttavia, la salvaguardia dell'euro è un'esigenza prioritaria che giustifica gli interventi della Bce in qualità di prestatore di ultima istanza. Purché siano rispettate precise condizioni. Perché la Bce non è comunque la Fed.

A quanti sostengono che non si esce dall'attuale crisi dell'euro se la **Bce** non assume il ruolo di **prestatore di ultima istanza**, gli oppositori rispondono che questa soluzione è sbagliata sul piano economico e contraria alle norme dei Trattati in essere. Da giurista, vorrei formulare qualche riflessione sull'obiezione di legalità.

ACQUISTI DISCUSSI

A partire dal varo del *Securities Markets Programme* (14 maggio 2010), la Bce sta acquistando **debito sovrano** sul mercato secondario. Per la Bce questi interventi sono in linea con la sua missione di assicurare la stabilità dei prezzi; mirano a rimediare a disfunzioni del mercato che impediscono una regolare trasmissione della sua politica monetaria all'economia reale. Qualsiasi equiparazione con le misure di "quantitative easing" della Fed sarebbe peraltro da escludere, perché la Bce provvede a sterilizzare la liquidità immessa nel sistema e non si ha dunque creazione di nuova massa monetaria. Ma sono in molti, specie sul fronte tedesco, a non essere d'accordo. Le misure – si sostiene – sono destinate a creare **inflazione** per via della immissione di liquidità e ciò in conflitto con le prescrizioni del Trattato. Inoltre, le perdite sui titoli acquisiti richiederanno la **ricostituzione del capitale** della Bce da parte degli Stati partecipanti e, dunque, il trasferimento a loro carico dei debiti degli Stati in crisi. Il che si ritiene incompatibile con la clausola di *no bail-out* (articolo 125 Tfu).

Queste argomentazioni non convincono pienamente. Il nesso con la politica monetaria – a cui si richiama la Bce – indubbiamente esiste, ma sembra secondario rispetto agli effetti degli acquisti di debito pubblico sulle finanze dei paesi interessati. E d'altra parte, la sterilizzazione della liquidità immessa nel mercato, che varrebbe a differenziare la Bce dalla Fed, non è senza limiti e sfasamenti temporali. Tuttavia, nemmeno convince l'argomento dell'inflazione, invocato dagli oppositori. A tutt'oggi il rischio inflazione non si è materializzato e, a quanto sembra, c'è spazio ancora per rilevanti interventi della Bce; senza contare che la stabilità dei prezzi richiesta dal Trattato è volta a prevenire anche fenomeni di deflazione, per nulla da escludere in un contesto di economia recessiva o stagnante. Quanto poi al trasferimento di debiti da taluni ad altri Stati membri, a causa di perdite della Bce, mi pare allo stato un pericolo eventuale e remoto, non tale da giustificare un giudizio di illegalità. In definitiva, la Bce pretende che i suoi interventi siano dettati unicamente da ragioni di **politica monetaria**, anche se le cose non stanno propriamente così. E gli oppositori lamentano che la Bce fuoriesce dal suo mandato, ma in punto di fatto ne tollerano gli interventi.

LE DUE FACCE DELL'INTERVENTO

A ben vedere, nelle attuali circostanze le acquisizioni di debito sovrano presentano due facce, tra di loro inscindibili: l'aiuto agli Stati in difficoltà da una parte, la stabilità del sistema euro dall'altra. Che la Bce abbia titolo per intervenire a **difesa del sistema euro** non è dubitabile. È vero che questa

competenza non le è espressamente conferita e che nel diritto Unione Europea vale il principio di attribuzione (articolo 5 TUE). Ma anche la temutissima Corte costituzionale tedesca ammette il ricorso ai criteri dell'effetto utile e dei poteri impliciti per l'interpretazione delle norme europee (sentenza Lisbona, paragrafi 237 e 242). Ora è certo che la stabilità dei prezzi, missione principale della Bce, presuppone necessariamente la stabilità monetaria. Più in generale, la **sopravvivenza** del sistema euro costituisce l'indispensabile premessa di qualsiasi azione della Bce, per cui non esiste al riguardo un problema di competenza.

Ma c'è l'altro versante degli acquisti di debito sovrano, quello dell'**aiuto agli Stati in crisi**. La materia, se presa isolatamente, non rientra fra i compiti della Bce. Spetta ad altre istituzioni dell'Unione intervenire, pur nei limiti stabiliti dal Trattato. Questo non vuol dire, tuttavia, che le misure in discorso siano illegittime. Sarebbe paradossale che la difesa dell'euro fosse ammessa se rivolta al sistema bancario, del che non si discute, e risultasse viceversa preclusa se ne fossero beneficiari gli Stati. La salvaguardia dell'euro costituisce, in ogni caso, un'esigenza prioritaria che giustifica la Bce a sconfinare dalle sue normali attribuzioni e intervenire in qualità di prestatore di ultima istanza.

L'azione della Bce è tuttavia soggetta a **precise condizioni**. Deve essere veramente in gioco la stabilità dell'euro, senza che esistano altri rimedi disponibili. Ed è, purtroppo, la situazione attuale. Inoltre, gli acquisti di debito sovrano devono contenersi nei **limiti quantitativi e temporali** strettamente necessari, attuarsi nel mercato secondario (quello primario è precluso dall'articolo 123 TUE) o, se possibile, tramite i fondi di salvataggio (EFSM, EFSF). Infine devono essere subordinati al rispetto dei programmi di **risanamento finanziario** dettati per lo Stato coinvolto. Quest'ultima condizione è di particolare importanza. La stabilità monetaria costituisce sì un interesse primario; ma va temperato con l'esigenza, ugualmente fondamentale (articoli 122, 123 e 125 TUE), di non sottrarre alle loro responsabilità gli Stati che non rispettano la disciplina di bilancio.

Non eccede dunque dal suo mandato la Bce se agisce come prestatore di ultima istanza nei confronti di Stati membri in crisi, purché ciò avvenga nei limiti ora indicati. Ed è proprio questo che la differenzia pur sempre dalla **Fed**, che non è soggetta a limiti analoghi. Si fa un gran parlare in questi giorni di revisione dei vigenti Trattati. Non sembra che le modifiche in discussione siano destinate a coinvolgere anche la Bce. Ma se così fosse, pare a me che si tratterebbe solo di rendere più esplicito quello che è già possibile ricavare in via di interpretazione dall'attuale sistema normativo.

Frau Merkel e gli interessi tedeschi

07.12.2011

Rony Hamau

Nei dodici anni di vita dell'euro, la Germania ha guadagnato competitività in termini di prezzi al consumo e di costi unitari del lavoro rispetto agli altri paesi dell'area. L'enorme crescita dei differenziali dei tassi d'interesse tra i paesi dell'eurozona ha accresciuto il costo del debito pubblico e privato dei paesi deboli e ridotto quello della Germania. Ecco perché i tedeschi sono così contrari agli Eurobond e a un ruolo diverso della Bce. Finché i costi economici e politici della rottura dell'intera costruzione europea non verranno valutati eccessivi.

Sono state date molte spiegazioni della ferma opposizione tedesca alle proposte di emissioni di **Eurobond** e soprattutto a che la **Bce** svolga il ruolo di prestatore di ultima istanza, seppure con un forte impegno dei paesi in crisi a mettere ordine alle loro finanze pubbliche. Fra queste ragioni ricordiamo:

- a) la necessità di evitare problemi di *moral hazard*, poiché tali paesi avrebbero un forte incentivo a non realizzare i correttivi necessari;
- b) l'ossessione tedesca per la stabilità monetaria, retaggio della loro storia;
- c) la cultura del rispetto delle regole insite nella cultura protestante; **(1)**
- d) l'assenza di leadership politica o peggio,
- e) l'opportunismo della signora Merkel che con questo comportamento accresce la sua probabilità di essere rieletta alle prossime elezioni del 2013. **(2)**

LA COMPETITIVITÀ TEDESCA AI TEMPI DELL'EURO

Benché ognuna di queste spiegazioni contenga una certa dose di ragionevolezza, nessuna sembra del tutto sufficiente a giustificare completamente l'attuale situazione. Forse conviene allora partire da una banale analisi di costi-benefici degli effetti che tali proposte potrebbero produrre. Prima di fare questo è bene tuttavia partire da alcuni fatti. Nei dodici anni di vita dell'euro, la Germania ha guadagnato circa il 9 per cento di **competitività** in termini di **prezzi al consumo** e quasi il 17 per cento in termini di **costi unitari del lavoro**, rispetto agli altri paesi dell'area euro. Nello stesso periodo, l'Italia ha perso circa l'1,5 per cento di competitività in termini di prezzi al consumo e il 9 per cento in termini di costi unitari del lavoro. Percentuali anche superiori si osservano in Spagna, Portogallo e soprattutto in Grecia. **(3)**

La crisi finanziaria dell'ultimo anno non ha fatto altro che aumentare il vantaggio competitivo dell'economia tedesca, giacché l'enorme crescita dei differenziali dei **tassi d'interesse** tra i paesi dell'eurozona ha accresciuto il costo del debito pubblico e privato dei paesi deboli e ridotto quello della Germania. In altre parole, oggi banche, imprese, famiglie e Stato tedesco si trovano in una situazione di straordinario vantaggio nel finanziare consumi e investimenti.

È evidente che gli elettori tedeschi hanno l'interesse a **mantenere i vantaggi** conquistati con fatica e quindi a ostacolare qualsiasi politica che li possa rapidamente erodere. Ovviamente l'emissione di eurobond riduce il vantaggio finanziario dell'economia tedesca, mentre una politica estremamente lasca della banca centrale e il conseguente possibile aumento nel lungo periodo dei prezzi potrebbe facilitare il processo di convergenza degli indicatori di competitività. Infatti, se tale convergenza avvenisse solo attraverso politiche deflattive dei paesi deboli, cosa che sta puntualmente avvenendo, sarebbe molto più lunga e dolorosa per loro.

Ecco perché i tedeschi sono così contrari agli Eurobond e a un diverso ruolo della Bce in termini di prestatore di ultima istanza. Ovviamente, vogliono anche evitare che il giocattolo si rompa. Da qui il varo dei diversi **fondi salva Stato** (prima l'Efsf e l'Efsm e dal 2013 l'Esm), il tentativo di

coinvolgere il Fondo monetario internazionale e le proposte di revisione dei Trattati che ridiano credibilità al sistema.

VANTAGGI ANCHE DALL'EUROMARCO

È bene per altro ricordare che anche in caso di uscita di alcuni paesi dall'euro, e quindi di forte rivalutazione dell'“euromarco”, l'**industria tedesca** potrebbe non risultare troppo danneggiata, dato il forte processo di globalizzazione osservato sia dal lato della produzione che delle vendite. Ad esempio, oggi molte autovetture tedesche sono prodotte all'estero o incorporano molti componenti esteri e comunque sono vendute fuori dall'Europa. Inoltre, la rivalutazione dell'“euromarco” equivarrebbe a un aumento della ricchezza e del potere d'acquisto per ampi strati nella popolazione non direttamente coinvolti nella produzione di beni *tradable*. Si pensi al tipico pensionato o lavoratore pubblico che viene in vacanza in Italia o acquista beni cinesi.

Infine, è utile ricordare che i tedeschi a lungo **si opposero** alla creazione della moneta unica, fortemente voluta da Francia, Italia e Spagna. Solo dopo forti concessioni di termini di indipendenza della futura Banca centrale, fissazione di un unico obiettivo in termini d'inflazione, divieto di finanziare i debiti pubblici, firma del Patto di stabilità e crescita e sede a Francoforte accettarono di rinunciare all'amato marco e alla Bundesbank.

In conclusione, seppure la cultura protestante o l'ossessione per la stabilità tedesca possono giocare un ruolo nelle scelte della cancelliera Merkel, è ragionevole ritenere che gli interessi del paese siano allineati con le posizioni politiche del suo leader. Questo fino a quando i costi economici e politici della rottura dell'intera costruzione europea non verranno valutati eccessivi.

(1) Luigi Guiso e Hlios Herera, *Il Sole-24Ore*, 3 novembre 2011.

(2) Francesco Caselli, *Il Sole-24Ore*, 26 ottobre 2011.

(3) Fonte, Bce, Harmonised competitiveness indicators.

Ma la disciplina tedesca non è tutto

13.12.2011

Paolo Manasse

Le conclusioni del Consiglio europeo, fatte proprie dai paesi dell'Unione con l'eccezione della Gran Bretagna, rappresentano la vittoria delle posizioni tedesche e segnano una linea di continuità rispetto al rafforzamento del Patto di stabilità e crescita, sancito nel cosiddetto patto EuroPlus. Il presupposto è che la crisi europea del debito nasca dalla mancanza di disciplina fiscale e che per uscirne sia necessario prevenire i disavanzi e rafforzare le sanzioni contro i paesi indisciplinati. Si tratta di un'analisi grossolana che avrà effetti recessivi sulla zona dell'euro.

Le conclusioni del Consiglio europeo del 9 dicembre, fatte proprie dai paesi dell'Unione con l'eccezione della Gran Bretagna, rappresentano la vittoria delle posizioni tedesche e segnano una linea di continuità rispetto al rafforzamento del Patto di stabilità e crescita, sancito nel cosiddetto patto EuroPlus. Presupposto è l'idea che la crisi europea del debito nasca dalla mancanza di **disciplina fiscale** e che per uscirne sia dunque necessario prevenire i disavanzi e rafforzare le sanzioni contro i paesi indisciplinati. Si tratta di un'analisi piuttosto grossolana che avrà effetti recessivi sulla zona dell'euro. Vediamo in sintesi le principali novità introdotte.

RAFFORZAMENTO DELLA DISCIPLINA DI BILANCIO

Cattiva idea il rafforzamento della disciplina di bilancio con abbassamento della soglia per i deficit eccessivi dal 3 allo **0,5 per cento del Pil**. I problemi europei, Grecia a parte, non nascono da deficit eccessivi, ma dalla persistente asimmetria dei tassi di crescita della produttività e dai conseguenti divari di competitività tra "nord" e "sud". I disavanzi eccessivi sono il risultato della recessione internazionale, come i casi di Spagna e Irlanda, campioni del rigore fino al 2006-7, illustrano chiaramente. È vero che i vincoli europei si sono rivelati inefficaci, ma questo non dipende dal fatto che il limite del rapporto deficit-Pil al 3 per cento sia troppo elevato. Sarebbe come voler ridurre a 100 km/h il limite di velocità in autostrada perché quello di 130 km/h viene sistematicamente ignorato dagli automobilisti. Ridurre il limite del deficit consentito a **tutti** provocherà un *bias* deflazionistico molto pericoloso a livello europeo, proprio perché, come sta avvenendo in Grecia, i tagli di bilancio innescano la spirale recessione-deficit-nuovi tagli-recessione, soprattutto se venissero realizzati simultaneamente da tutti i paesi. Il problema invece è come far sì che paesi *diversi* per la situazione dei conti e del ciclo economico abbiano **politiche di bilancio differenziate**, in modo da accelerarne la convergenza e salvaguardando la sostenibilità del debito. In particolare, mancano nelle nuove proposte i necessari incentivi affinché durante le fasi di **espansione** vengano messe in atto politiche di **riduzione del debito** che compensino la possibilità di fare disavanzi nelle **fasi recessive**, senza produrre una crescita del rapporto debito-Pil nel medio termine. Una proposta che va in questa direzione (e che ho discusso al Parlamento europeo l'anno scorso) è quella dei "punti della patente": si guadagnano punti con avanzi di bilancio, che i paesi dovrebbero accumulare durante le fasi di espansione, e si perdono punti "spendendoli" con disavanzi (si veda [qui](#) e [qui](#)). Quando si finiscono i punti, scattano le sanzioni.

IL CRITERIO DEL DEBITO

Cattiva idea. La proposta della Commissione Europea è quella di inserire tra i parametri di disciplina anche il **rapporto debito-Pil**, in modo che le politiche di bilancio lo facciano convergere all'obiettivo del 60 per cento. I tagli di bilancio dovrebbero essere proporzionali alla distanza del rapporto dall'obiettivo. La proposta soffre del solito difetto di volere risolvere problemi diversi con la stessa medicina per tutti, seppur in diverse dosi. Solo Lussemburgo, Slovacchia e Slovenia hanno

debito al disotto della soglia del 60 per cento del Pil, e dunque la zona euro sarà condannata a tagli in contemporanea (vedi [qui](#)).

SANZIONI AUTOMATICHE

Buona idea, si potrebbe pensare a penalità automatiche sia di tipo economico, quale la riduzione di fondi europei proporzionate allo sfondamento, sia di tipo **politico**, quale la sospensione del diritto di voto in diverse sedi. La cosa importante però è che le penalità si applichino a regole cosiddette *state contingent*, cioè graduate in base alla situazione ciclica (ad esempio riferite alla nozione di bilancio aggiustato per il ciclo, si veda il punto precedente)

INTRODUZIONE DEL VINCOLO DI BILANCIO IN PAREGGIO NELLA COSTITUZIONE

Cattiva idea. Lo scopo è anche qui rafforzare la disciplina di bilancio. Eppure, la condizione del bilancio in pareggio non è **necessaria né sufficiente** a garantire la sostenibilità del debito (vedi [qui](#)). Non è sufficiente perché, ad esempio, pur con un debito invariato, il rapporto debito-Pil cresce quando il Pil nominale si riduce (com'è accaduto ai paesi industrializzati nella recente recessione). Non è una condizione necessaria, perché anche se lo stock di debito cresce, ma meno velocemente del Pil nominale, il rapporto debito-Pil cala e dunque il debito è sostenibile. D'altro canto, l'esperienza internazionale con le regole fiscali suggerisce un certo scetticismo sulla loro efficacia: in generale sono i paesi virtuosi che inseriscono tali regole nella propria Costituzione, non sono le regole a rendere virtuosi i paesi (v. [qui](#)).

LEGGI FINANZIARIE NAZIONALI IMPUGNATE DALLA CORTE DI GIUSTIZIA EUROPEA

Cattiva idea la possibilità per la Corte di giustizia europea di impugnare le leggi finanziarie nazionali. Si tratta di un modo surrettizio per costringere i paesi della zona euro a rinunciare a parte di **sovranità nazionale**. Rischia di essere inefficace e di produrre estenuanti corsi e **ricorsi legali**. Non vi sono scorciatoie: è necessaria una modifica dei trattati che porti nel tempo a un bilancio federale europeo. Si tratterebbe di trovare il modo di delegare parte della sovranità fiscale degli Stati nazionali evitando però di svuotare e svilire il ruolo dei Parlamenti nazionali. Una proposta in tale senso è quella di adottare un processo di bilancio a due stadi: in sede europea, su proposta della Commissione, si decide la crescita dell'indebitamento della zona euro nel medio termine, e la sua distribuzione tra i paesi membri. I Parlamenti nazionali scelgono il livello e la composizione delle entrate e delle spese pubbliche nazionali sotto il vincolo del saldo determinato a livello europeo. In questo ambito avrebbe senso la proposta degli Eurobonds (ne discuto in [questa intervista a Voxeu](#)).

ANTICIPARE L'ENTRATA IN VIGORE DELL'ESM

Non risolve i problemi. L'*European Stability Mechanism* (Esm), che è il successore del fondo salva stati Efsf, presenta una serie di difetti che la proposta non risolve, se non in parte (si veda [qui](#)). a) L'entità della sua **dotazione** è insufficiente, nonostante la proposte di dotare l'Efsf della capacità di fornire assicurazione parziale alle nuovi emissioni, o di introdurre la possibilità di cartolarizzazioni. La proposta di assimilare l'Efsf/Esm a una banca permetterebbe invece al fondo salva stati di indebitarsi presso la Bce aggirando la *no bail-out clause* che impedisce alla Banca centrale di monetizzare le emissioni primarie del debito. Ma proprio per questo la proposta è stata rifiutata dalla Germania. Effetto simile, ma insufficiente, avranno i 200 milioni di euro che l'Unione verserà all'Fmi, e che verosimilmente saranno usati per comprare debito europeo. b) Il meccanismo di finanziamento dell'Esm potrebbe propagare la crisi ai paesi in difficoltà. c) Le prerogative di voto rendono l'Esm ostaggio di minoranze locali, anche se viene ora prevista una procedura di emergenza che non richiede l'unanimità, ma solo una maggioranza dell'85 per cento dei voti. d) Si

modificano anche le modalità di **partecipazione alle perdite** del settore privato (Psi) nel caso di ristrutturazione del debito. Nella versione originale, la Psi veniva considerata obbligatoria, con l'ovvia conseguenza di ridurre immediatamente la domanda di titoli dei paesi a rischio. Ora si dice che tale partecipazione seguirà non meglio identificate "prassi consolidate" del Fondo monetario internazionale.

Istituti di credito, qui ci vuole capitale fresco

19.12.2011

Salvatore Bragantini

L'Europa e il mondo non possono permettersi un'altra grande crisi finanziaria. E per questo il Consiglio europeo ha chiesto all'Eba di determinare i fabbisogni di capitale delle banche. Per quelle italiane significa ricapitalizzazioni per 15 miliardi. Ma non è l'Eba a dettare le norme, bensì i regolatori nazionali. Quanto alle proteste delle banche, aumentare il capitale è possibile, purché non pretendano di farlo a prezzi non realistici e mantenendo bloccati gli assetti di controllo. Così come nei loro bilanci ci sono margini per ridurre gli attivi senza strozzare le imprese.

La *European Banking Authority* (Eba), su mandato del Consiglio europeo, ha deciso che i regolatori nazionali (da noi, la Banca d'Italia) dovranno chiedere alle **banche** di aumentare entro giugno 2012 il **capitale** di elevata qualità (*Core Tier 1*) di 115 miliardi; ciò per portarlo, in via eccezionale e temporanea, al 9 per cento degli attivi ponderati per il rischio secondo il cosiddetto criterio “Basilea 2.5”, nonché per costituire - sempre in via eccezionale e temporanea - un cuscinetto a copertura del minor valore dei titoli del debito pubblico in portafoglio. Alle banche italiane si chiede di aumentare il capitale per **15 miliardi** (di cui 7 per il cuscinetto sui titoli di Stato). Le altre banche più colpite sono quelle greche (30 miliardi), spagnole (26) e tedesche (13).

CHI DETTA LE REGOLE

La decisione dell'**Eba** è stata accolta da un fuoco di fila di critiche, molto aspro in Italia e Germania. Su *lavoce.info*, Marco Onado e Andrea Resti [hanno già risposto a queste critiche](#). Alle loro impeccabili argomentazioni vorrei fare qualche aggiunta, partendo dall'intervista di Mario Draghi al *Financial Times* del 19 dicembre. Era meglio adottare una sequenza diversa, ha detto, attendendo l'entrata a pieno regime del Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria, prima di determinare i fabbisogni di capitale delle banche. Sarebbero così calati i timori sul debito sovrano, e con loro l'entità del “cuscinetto” necessario. È vero, ma non spettava all'Eba dettare la sequenza. Nemmeno è colpa di questa se “i mercati” non si fidano delle banche europee. Mettere la testa nella sabbia, come gli struzzi, non le aiuterebbe nella difficile ricerca della provvista adeguata, per scadenza e natura, al loro lavoro. Se l'Eba andasse in letargo in attesa che ritornino calma e razionalità, il finanziamento dell'economia reale non farebbe un passo in più. E con tutti i loro limiti, anche gli **accordi di Basilea** non sono la causa di queste paure: di nuovo, sospenderne l'attuazione, lungi dal calmare il panico, semmai lo scatenerebbe.

Alcune critiche all'Eba sono pur ragionevoli, ma riguardano temi su cui altri hanno colpe maggiori. L'Eba accetta, sì, che le ponderazioni per il rischio dei mutui siano diverse per diversi paesi e per diverse banche, con le **italiane svantaggiate** dalla maggior severità di alcuni modelli interni e di Banca d'Italia. Tuttavia, la possibilità che tali rischi siano davvero maggiori in Italia che all'estero forse non è solo teorica, vista la molto maggior lentezza nelle nostre procedure per il realizzo delle garanzie, tanto giustamente lamentata dalle banche. Ma il punto è un altro. Non è l'Eba a dettare le norme, bensì i **regolatori nazionali**, tanto gelosi delle proprie prerogative e contrari ai tentativi di dettare norme uniformi che permettano confronti significativi, “livellando il campo di gioco”. Anche le altre due grandi critiche toccano i regolatori nazionali più che l'Eba: è anzitutto a loro che spetta definire un rapporto massimo di “leva grezza”, o valorizzare gli attivi nascosti nella giungla del “Livello 3”. Le critiche saranno assai più giustificate quando gli stati membri autorizzeranno l'Eba a dettare norme in materia.

Poi c'è il tema dei debiti sovrani. Gli **stress test** Usa non hanno proprio considerato il possibile rischio sovrano: le presse federali, a differenza che da noi, sono pronte alla bisogna. E non è colpa dell'Eba - scrivono Onado e Resti - se gli Stati hanno bocciato la **garanzia paneuropea** sulle

passività delle banche che avrebbe - quella sì - aiutato a “spezzare il circolo vizioso fra rischio bancario e rischio-paese”. Alcuni regolatori, purtroppo, mal vedono l'assicurazione paneuropea in quanto prelude alla vigilanza sovranazionale, da tempo necessaria, almeno per i grandi gruppi, ma da molti di loro - e dagli Stati - combattuta.

È difficile sovrastimare l'impatto di questa disastrosa decisione, da quasi tutti ignorata ma riflessa gioco forza nelle stime dell'Eba. Queste potevano essere ben diverse, avendo il vertice del 9 dicembre promesso che non sarebbe più successo come in Grecia, dove i creditori subiranno un rude “taglio di capelli”. Perché allora non fare anche il passo successivo? L'Eba sarebbe probabilmente lieta di sentirsi ordinare la cancellazione del “cuscinetto” sui titoli di Stato; resterebbe in tal caso da vedere la reazione dei mercati, ma almeno ognuno si prenderebbe le proprie responsabilità, e non si graverebbero i regolatori di responsabilità che incombono al potere politico.

IL RICATTO DELLE BANCHE

Resta da dire che le lamentele bancarie - particolarmente vocali, oltre alle nostre, le banche tedesche - sono un ricatto bello e buono, e pure per lo più infondato. La **minaccia** è esplicita: dovremmo aumentare il capitale, dicono i banchieri, ma siccome non possiamo farlo, per arrivare comunque a un *Core Tier 1* del 9 per cento saremo costretti a ridurre il denominatore, quindi gli impieghi. L'insipienza dell'Eba ci precipiterà tutti nella recessione.

È falso, e non solo per le recenti parole di Mario Draghi (presidente della Bce), per cui “Le banche dovrebbero considerare l'opzione di ridurre i dividendi e i compensi”. È falso anche perché le banche possono ben aumentare il capitale, basta che non pretendano di farlo a prezzi irrealistici, e per di più mantenendo comunque bloccati gli **assetti di controllo**: si veda, pur con i suoi aspetti enigmatici, l'aumento di capitale della Popolare di Milano. Va aggiunto che gli spazi di manovra, per ridurre gli attivi senza strozzare le **imprese**, nei bilanci delle banche ci sono. Come lo Stato deve ridurre le spese in maniera selettiva, e non con tagli lineari, così sta alle banche discriminare, scegliendo quali impieghi mantenere e magari aumentare, e quali invece “tagliare”. È difficile, certo, ma non è forse questo il dovere delle banche, **allocare in modo ottimale** le scarse risorse finanziarie? E perché dovrebbero esser ben pagati i banchieri se si limitano, come un *ragiunatt* qualsiasi, a tagli indifferenziati? Riscoprono dunque il fascino e la difficile arte del banchiere, magari cominciando col vendere le partecipazioni in certe imprese “strategiche”: aggettivo che maschera di tutto, compresi molti investimenti utili a difendere rendite di posizione - aziendali o personali - inutili, se non addirittura nocivi, per la sana gestione bancaria.

L'Europa, come in verità tutto il mondo, non può permettersi un'altra grande crisi finanziaria: non ci sarebbero i mezzi per salvare un'altra volta le banche e il sistema bancario ombra. Anche se i banchieri fingono di scordarlo, è per questo che il Consiglio europeo ha chiesto all'Eba di determinare i fabbisogni di capitale delle banche; questa lo ha fatto, nell'ambito dei suoi poteri e delle sue responsabilità. Anziché soffiare sul fuoco della **protesta lobbistica**, cerchino i governanti degli Stati membri di fare, anch'essi, il proprio dovere.

Come funziona il fiscal compact

31.01.2012

Giuseppe Pisauro

Molti pensano che delle due regole approvate dall'Unione Europea, quella sulla riduzione del debito pubblico sia più gravosa del mantenimento del pareggio di bilancio. Le cose non stanno così. Se l'obiettivo finale è la crescita economica, ci sono buoni motivi per volere la riduzione del debito pubblico, specie in casi come quello italiano. Non ve ne sono altrettanti per imporre il pareggio di bilancio per sempre. Il fatto che oggi la prima regola possa richiedere il rispetto della seconda non è un buon motivo per vincolare la politica fiscale dei paesi europei nel prossimo decennio.

Il *fiscal compact*, approvato ieri da venticinque paesi dell'**Unione Europea**, ridotto in pillole contiene due regole. La prima (da alcuni definita, non si capisce bene perché, *golden rule*) è il pareggio di bilancio, o meglio il divieto per il deficit strutturale di superare lo 0,5 per cento del Pil nel corso di un ciclo economico. La seconda regola fissa un percorso di riduzione del debito pubblico in rapporto al Pil: dovrà scendere ogni anno di 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60 per cento.

REGOLE, RECESSIONE E TEMPI NORMALI

In che relazione sono tra loro queste due regole? A giudicare da molti commenti italiani sembra che quella sul debito sia la regola più severa. Così, si tira un sospiro di sollievo osservando che il *fiscal compact* prevede deroghe per “fattori rilevanti”. La regola sul pareggio di bilancio, invece, apparentemente viene accettata senza troppe discussioni. Peraltro, una riforma costituzionale in tal senso è stata già approvata in prima lettura da un ramo del Parlamento.

In realtà, se guardiamo un po' oltre la contingenza attuale, la **regola sul debito** è in genere meno severa di quella del pareggio di bilancio. Se il bilancio è in pareggio, non si genera nuovo debito. In altre parole il debito in euro non cambia. Ogni variazione del **Pil nominale** si tradurrà, quindi, in una variazione del rapporto debito/Pil. Si può calcolare facilmente che per rispettare la regola di 1/20, con un debito al 120 per cento del Pil e il pareggio di bilancio è sufficiente che il Pil nominale cresca del 2,5 per cento; con un debito al 100 per cento del Pil basta una crescita nominale del 2 per cento; con un debito all'80 per cento è sufficiente l'1,25 per cento. In tempi appena normali sono valori bassi. Perché si verifichino basta un po' di inflazione. Tanto per dare un'idea, nel 2000-2007, anni di crescita reale molto bassa, la crescita nominale del Pil in Italia è stata in media del 3,6 per cento l'anno.

Le cose vanno diversamente quando c'è una grave **recessione**: il Pil nominale può anche diminuire (in Italia, nel dopoguerra, è accaduto solo nel 2009) o crescere molto poco: intorno al 2 per cento nel 2010 e secondo le previsioni per il 2011-2013. Il sospiro di sollievo per l'attenuazione della regola del 1/20 può essere, quindi, giustificato oggi.

In condizioni normali, tuttavia, dovremmo preoccuparci di più della **regola del pareggio di bilancio**. E forse nel valutare le nuove norme europee dovremmo considerare quale sarà il loro effetto in tempi normali dell'economia.

Il primo grafico mostra la dinamica del rapporto debito pubblico/Pil in Italia a partire dal 2010: secondo le stime ufficiali (corrette con gli importi della manovra di dicembre) fino al 2014 e poi in discesa secondo la regola del 1/20. Si parte dal 118,4 registrato per il 2010. La discesa inizia a essere significativa, per effetto delle manovre già approvate, nel 2013 e poi prosegue, secondo la regola, a un ritmo decrescente: da una riduzione di 2,7 punti nel 2014 a circa 2 punti nel 2018, a circa un punto nel 2030. Per inciso, diversamente da quello che a volte si dice, la regola non richiede una riduzione del debito di 3 punti l'anno (un ventesimo della differenza tra 120 e 60) per

vent'anni. Man a mano che il debito/Pil scende, la differenza tra il suo valore e la soglia del 60 per cento si riduce e, quindi, si riduce anche 1/20 di quella differenza. Naturalmente ciò allunga il periodo necessario per avvicinarsi al fatidico 60 per cento. Partendo dal livello attuale, la regola comporta per l'Italia nel 2033 un rapporto ancora all'80 per cento.

Quale **saldo di bilancio** sarà necessario in futuro per ottenere questi risultati? Naturalmente dipenderà dal tasso di crescita del Pil e dal tasso di interesse sul debito. Il grafico 2 mostra l'avanzo primario e il saldo totale (indebitamento netto) necessari per rispettare la regola sul debito, proiettando nel futuro le ipotesi ufficiali per il 2014: crescita reale del Pil all'1 per cento, crescita nominale al 2,7 per cento, costo medio del debito al 5,5 per cento (quest'ultimo maggiore di 1,3 punti rispetto al valore previsto per il 2011). Sono ipotesi che non appaiono ottimistiche in un'ottica di lungo periodo.

Sotto queste ipotesi, l'avanzo primario dal 6,4 per cento previsto per il 2014 potrebbe scendere al 5,7 per cento l'anno successivo, al 4,5 per cento nel 2022 e così via. Ciò non richiederebbe il pareggio di bilancio, bensì sarebbe coerente con un disavanzo totale tra lo 0,5 e l'1 per cento del Pil lungo il periodo considerato. Ipotesi più favorevoli sulla crescita del Pil e sui tassi di interesse rendono renderebbero ancora meno necessario il mantenimento del pareggio di bilancio.

Renderebbero possibile, sempre mantenendo gli obiettivi di riduzione del debito, l'adozione di una vera *golden rule*, quella che consente di **finanziare in disavanzo** le spese di investimento.

I trattati e le regole dovrebbero essere pensati per durare. Se l'obiettivo finale è la **crescita** economica, ci sono buoni motivi per volere la riduzione del debito pubblico, specie in casi come quello italiano. Non ve ne sono altrettanti per imporre il pareggio di bilancio per sempre (Si veda un mio [precedente intervento](#) a riguardo e [questo articolo di Tito Boeri e di Fausto Panunzi](#)). Il fatto che oggi, in pratica, la prima regola possa richiedere il rispetto della seconda non è un buon motivo per vincolare in modo poco ragionevole la politica fiscale dei paesi europei nel prossimo decennio.

Grafico 1 - Rapporto debito pubblico/Pil

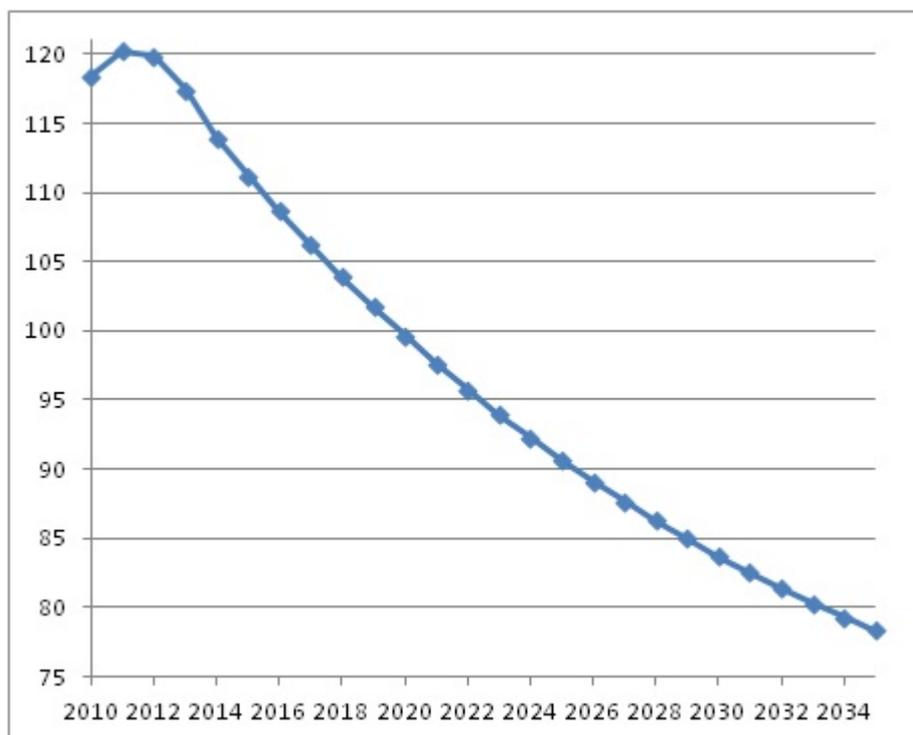
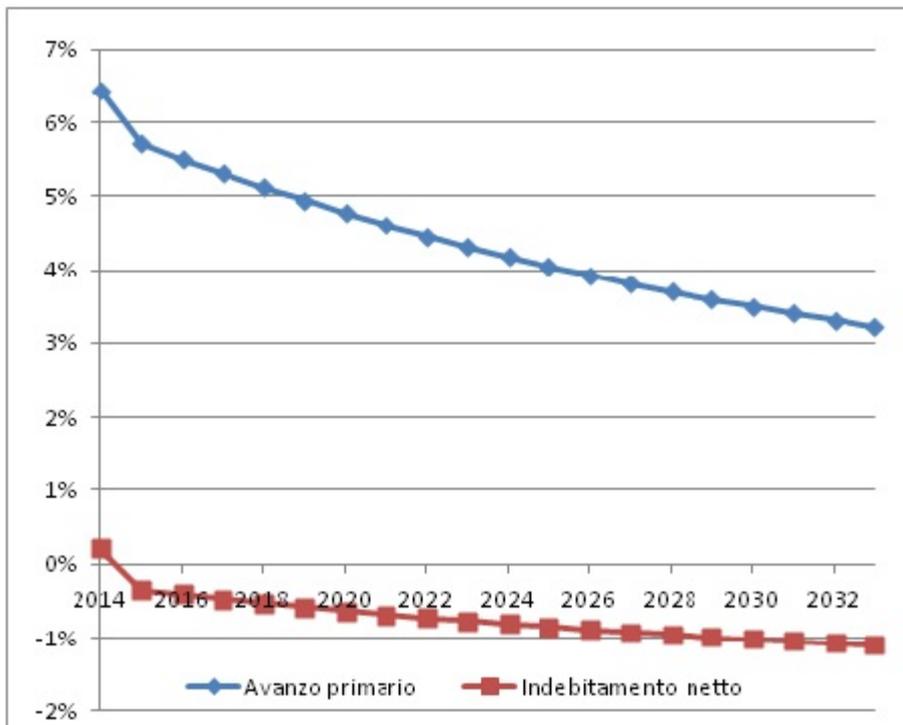


Grafico 2 – Avanzo primario e indebitamento netto



Segnali di una nuova democrazia europea

21.02.2012

Antonio Padoa Schioppa

I recenti discorsi di Angela Merkel e di Mario Monti mostrano l'intento convergente di due governi chiave dell'Unione europea di condurre l'eurozona verso un diverso assetto istituzionale di governo dell'economia, imperniato su Commissione, Consiglio deliberante a maggioranza e Parlamento europeo come pilastro di democrazia. È un passaggio tutt'altro che agevole, ma certamente possibile: in parte entro la cornice istituzionale esistente, con il ricorso alla cooperazione rafforzata; in parte con una futura riforma dei Trattati.

I discorsi di **Angela Merkel** a Berlino (7 febbraio) e di **Mario Monti** al Parlamento europeo (15 febbraio) potrebbero aprire prospettive nuove per il futuro dell'Unione europea.

IL RUOLO DEL PARLAMENTO EUROPEO

Il cosiddetto **metodo intergovernativo**, che ha dominato la scena negli ultimi due anni, è stato da entrambi i leader dichiarato insufficiente e soprattutto carente sotto il profilo della legittimazione democratica, da essi attribuita in modo espresso al **Parlamento europeo**, del quale è riconosciuto il ruolo crescente, tanto che la cancelliera tedesca nel passaggio finale del suo discorso lo considera un elemento di base per il futuro dell'Unione. La Commissione europea, secondo Angela Merkel (ma certo non diversamente da lei la pensa Mario Monti), dovrebbe costituire un giorno il vero governo dell'Unione, mentre il Consiglio dovrà in futuro configurarsi come una "Camera degli Stati" deliberante a maggioranza, dunque senza il potere di veto di singoli governi.

Per questi sviluppi, la cancelliera parla di tempi lunghi. E qui crediamo che sbaglia la mira: perché l'esigenza di una **democrazia vera** e di un governo efficace l'Unione l'avverte proprio *hic et nunc*, non in un futuro indeterminato. Il rischio di un allontanamento irrecuperabile dell'opinione pubblica dall'idea di Europa è reale, e non solo nei Paesi in difficoltà (anche se è pur vero che ad oggi ancora il 75 per cento dei greci non vuole abbandonare né l'euro né l'Unione). Né va dimenticato che il principale argomento fatto valere dalla Corte di Karlsruhe contro le innovazioni del Trattato di Lisbona si basa – pur se con argomentazioni a mio avviso molto discutibili – sul valore insostituibile del principio di democrazia. Un principio che al livello europeo solo il Parlamento europeo potrà realizzare in modo coerente, se dotato di un pieno potere di codecisione e di un più diretto controllo dell'esecutivo comunitario.

Al cuore di questa evoluzione, che per quanto riguarda Angela Merkel appare nuova e incoraggiante, entrambi i leader vedono essenzialmente i paesi dell'**eurozona**, pur con apertura piena nei confronti degli altri Stati membri dell'Unione, Gran Bretagna inclusa. Una "geometria ristretta" è d'altra parte alla base dei due recentissimi (e alquanto anomali) trattati in corso di approvazione, quello che rafforza la coercibilità della disciplina dei bilanci nazionali e quello sul Fondo di stabilità europea. Anche questo approccio è importante, perché pretendere a ogni costo di portare gli inglesi dove non vogliono andare è sbagliato, come lo è la pretesa britannica di arrestare ogni ulteriore evoluzione sovranazionale dell'Unione avvalendosi del **potere di veto**.

Sono, questi, elementi di peso. Le prospettive future dell'Unione sono espresse dai capi dei governi di due suoi paesi chiave. Molti altri governi condividono questa impostazione, anche se ad oggi ancora non è chiaro cosa vorrà - o non vorrà - il governo francese: Nicolas Sarkozy ha dichiarato più volte di prediligere il metodo intergovernativo. Per noi è particolarmente gratificante constatare come il ruolo europeo di Mario Monti sia già stato in questi pochi mesi (e potrà essere ancora) davvero grande. L'Italia è di nuovo una forza trainante dell'integrazione europea.

UN PIANO DI SVILUPPO SOSTENIBILE

Ciò detto, sarebbe ingenuo e fuorviante ritenere che il traguardo che si intravede sia prossimo o facilmente raggiungibile. La **crisi** dell'eurozona non è affatto superata. E fino a che non lo sarà, il rischio di un crollo dell'euro – e con esso, dell'intera costruzione comunitaria – purtroppo esiste. E c'è chi soffia sul fuoco, avendo alle spalle interessi speculativi enormi. La risposta europea sinora è stata debole, costosa e inefficiente. L'interminabile vicenda del debito della Grecia, così male gestita, insegna.

Una gran parte degli osservatori, per una volta concordi tra loro, conviene sulla necessità di accompagnare il rigore – che perseguito in regime di recessione fallisce e rischia di uccidere il malato – con politiche di sostegno della crescita. Una crescita sostenibile, da incentivare non solo con la piena attuazione del mercato unico ma attraverso cospicui investimenti su alcuni **beni pubblici europei** (energia, infrastrutture, ricerca, ambiente).

Tale politica esigerebbe il varo di un **piano di sviluppo sostenibile** dell'Unione, diretto anche verso i paesi del Mediterraneo e dell'Africa, attraverso un aumento del bilancio e delle risorse proprie dell'Unione, una fiscalità europea sostenuta con imposte europee ma in primo luogo con risorse proprie, il varo di project bonds e di eurobonds. Ciò potrebbe farsi senza far gravare pesi supplementari sui cittadini, mediante trasferimenti di quote dei bilanci nazionali e conseguenti economie di scala, oltre che mediante una modesta quota di debito pubblico europeo destinato appunto agli investimenti. Per non parlare delle economie di scala ricavabili da una difesa europea, che prima o poi bisognerà pure mettere in campo. Tutto questo, purtroppo, non è ancora all'orizzonte dell'agenda politica. Il **bilancio dell'Unione** è fermo all'1 per cento del Pil europeo, mentre un incremento indirizzato agli investimenti e alla coesione sarebbe di cruciale importanza. Eppure, principalmente a causa della resistenza del governo tedesco, ma non solo di esso, questa linea ancora non è stata intrapresa. Vi sono ad oggi solo pochi e timidi segnali di un mutamento di rotta.

Senonché non si può volere il fine senza volere anche i mezzi per raggiungerlo: risorse adeguate, capacità di decisione, democrazia al livello europeo. Il nucleo dell'eurozona, che ha ormai un'identità anche istituzionale, deve poter evolvere nella duplice direzione di un pieno **potere di codecisione** del Parlamento europeo e di una costante procedura decisionale a maggioranza qualificata e superqualificata per le delibere dei Consigli e anche per le future riforme dei Trattati: una necessaria "costituzionalizzazione" dell'eurozona, da costruire con una geometria istituzionale e giuridica compatibile con l'Unione a 28 e con il mercato unico. È un passaggio tutt'altro che agevole, ma certamente possibile: in parte entro la cornice istituzionale esistente, con il ricorso alla **cooperazione rafforzata**; in parte con una futura riforma dei Trattati, che il Parlamento europeo dovrebbe promuovere, come avvenne nel 1984.

Dei tre fattori che in passato sono stati e che sono tuttora decisivi per far evolvere l'integrazione europea, il primo – le sfide imposte dal contesto storico: ieri la guerra, poi la cortina di ferro, oggi la crisi finanziaria e il rischio di crollo dell'euro – è come sappiamo ben vivo; il secondo – la **leadership** pro-europea di almeno un leader nazionale – sta (forse ...) finalmente di nuovo emergendo con Angela Merkel e con Mario Monti; il terzo – la spinta dell'**opinione pubblica** – potrebbe anch'esso tornare a pesare, soprattutto se le crescenti tensioni sociali determinate dalla crisi e dalla recessione in atto, sinora eluse dai governi nazionali, troveranno sbocco in un'iniziativa dei cittadini (l'Eci del trattato di Lisbona) per un piano di sviluppo a livello europeo.

Sarebbe miope ignorare quanto grandi siano gli ostacoli da superare. Grande è la confusione sotto il cielo d'Europa. Situazione eccellente? Certamente no. Ma forse l'orizzonte comincia a schiarirsi.

Perché l'euro rimanga

13.04.2012

Franco Bruni

La sopravvivenza dell'euro è davvero condizionata alla realizzazione di un'unificazione politica, probabilmente prematura? Se l'unione politica stenta, non è detto che spezzare l'unità monetaria accresca il benessere dell'area. I problemi di competitività di alcuni paesi hanno cause che non dipendono dal cambio. Essenziale è invece l'unione della finanza e delle sue regole. E il sistema finanziario europeo dovrebbe essere meno banco-centrico. Mentre servirebbe una procedura comunitaria ufficiale per gestire eventuali ristrutturazioni ordinate dei debiti pubblici.

Tutti dicono che l'esistenza dell'**euro** è in pericolo se non cresce l'**unità fiscale e politica** dell'Unione Europea. Tutti pensano che l'euro soffra di un peccato originale: l'Unione E-conomica e Monetaria (Uem) è stata troppo poco economica, la "E" è sottosviluppata. Lo è perché una "E" forte diventa una "P", cioè implica un accentramento di poteri politici che gli Stati membri non vogliono. Proprio i nemici dell'euro sono i più solleciti nell'affermare che la sua sopravvivenza è condizionata alla realizzazione di un'unificazione politica che è facile presentare come almeno prematura.

Che l'euro sia fragile se l'Ue non si approfondisce, anche sul fronte politico, è vero, sia in base al buon senso che alla teoria monetaria più sofisticata. Non serve ribadirlo. È più utile spargere un po' di senso critico perché la tesi venga assorbita con più consapevolezza del suo significato e dei suoi limiti. Provo a farlo con qualche argomentazione inusuale e un filo provocatoria.

I COSTI DEI CAMBI VARIABILI

Innanzitutto: l'euro è stato adottato per tante ragioni; almeno una di esse regge anche se non si approfondisce l'unione economico-politica: l'Europa ha voluto smettere di cercar di rimediare a problemi reali con **artifici monetari**. In particolare: ha voluto smettere di usare la flessibilità dei cambi nominali per rimediare a divergenze strutturali fra le competitività e fra i comportamenti di fondo delle politiche economiche nazionali. Ha capito, per esperienza, che la variabilità dei cambi nominali, pur dando aiuto – poco, precario e foriero di distorsioni intersettoriali – nel gestire shock asimmetrici di domanda esogeni e temporanei, è un guaio per tutto il resto; che l'uso dell'arma valutaria, mentre disincentiva gli aggiustamenti reali, incentiva il disordine monetario e le **svalutazioni competitive** e rende l'arma stessa sempre più spuntata, con effetti reali di sempre più breve durata. Ha capito che l'aumento inarrestabile della mobilità inter-europea dei capitali fa diventare i cambi flessibili fonte di instabilità; fa sì che trasmettano internazionalmente più perturbazioni di quante ne possa assorbire il "potere isolante" che caratterizza la flessibilità dei cambi solo se i capitali si muovono poco. Dopodiché l'Europa ha provato a organizzare un sistema di cambi fissi mantenendo le monete nazionali, ha constatato che non era credibile e sostenibile ed è corsa più svelta verso la moneta unica.

È vero che approfondire l'unione economico-politica aiuta a eliminare le divergenze che non conviene combattere variando i cambi nominali. Ma non è detto che, se l'approfondimento stenta, spezzare l'unità monetaria accresca il benessere dell'area. I problemi di **competitività** dell'Italia o della Grecia hanno radici che non c'entrano col cambio, il cui uso non farebbe che allontanare il loro sradicamento, creando subito una confusione monetaria dove i problemi reali diverrebbero persino difficili da misurare. La debolezza della "E" di Uem rende fragile la "M", ma non per questo la rende sconveniente, né per i singoli paesi membri, né per l'area dell'euro nel suo insieme. Perché l'euro rimanga ciò andrebbe ricordato più spesso.

L'UNIONE PIÙ ESSENZIALE È QUELLA DELLA FINANZA E DELLE SUE REGOLE

In un certo senso è scorretto chiamare crisi dell'euro la crisi dei debiti sovrani di alcuni paesi dell'area dell'euro. Il valore interno ed esterno dell'euro non sembra in sofferenza. Ma l'analisi degli spread sui debiti sovrani fa pensare che contengano anche **premi per il rischio** di ritorno alle monete nazionali. Oltre che compensi per le probabilità di default, gli investitori vogliono anche quelli per possibili svalutazioni, come prima dell'euro. Se si riuscisse a convincere del tutto i mercati che l'euro non può spezzarsi, gli spread sarebbero minori.

Si può tentare di convincerli approfondendo subito molto l'unione finanziaria europea. Non è di moda dirlo, ma per la salute dell'euro questa unione è più importante di quella fiscale e politica. Purtroppo sta succedendo il contrario: i flussi interbancari si congelano ai confini nazionali, perché mancano vere **banche sovranazionali** e le banche tedesche diventano più tedesche, quelle francesi più francesi, quelle greche più greche. La banca di un paese teme la crisi di quella di un altro. Perché sono regolate e vigilate in modo diverso e perché se una entra in crisi ne risponde il suo governo, non un meccanismo di stabilità bancaria europeo, un'assicurazione dei depositi europea, un processo sovranazionale europeo di gestione della riorganizzazione o dissoluzione della banca. Non solo: le banche di ogni paese sono sempre più spinte dal loro management e dalle pressioni politiche a comprare titoli di Stato del loro governo. Così il rischio sovrano diviene rischio del **sistema bancario nazionale**, blocca la circolazione dell'euro verso quel paese, diventa una sorta di rischio monetario.

Se invece prevalgono banche "europee", regolate e tutelate comunitariamente, la circolazione interbancaria è influenzata solo dai rischi specifici che una banca avverte nella gestione di un'altra. La natura molto nazionale dei sistemi bancari scoraggia lo sforzo di distinguere banche buone da banche cattive: è il rischio Paese che conta, compreso quello di abbandono dell'euro. Risultato: i flussi interbancari verso i Paesi più a rischio dell'area, hanno subito un vero *sudden stop*. La prova è che la regolazione dei pagamenti nel sistema europeo delle banche centrali, il cosiddetto Target 2, vede crescere lo squilibrio fra persistenti saldi attivi del "nord Europa" e passivi del "Mediterraneo". **(1)** È un fenomeno che dà qualche concretezza al pericolo che l'euro si spezzi e che sarebbe molto più contenuto se i problemi fossero solo i titoli di Stato mediterranei divenuti indigesti all'estero o i disavanzi correnti delle bilance dei pagamenti mediterranee. Invece c'è anche il problema di un sistema bancario che blocca la circolazione dell'euro verso certi paesi.

Il rimedio è accelerare la messa in comune completa delle regole bancarie e delle relative autorità nell'area dell'euro, favorendo la formazione di banche multinazionali e predisponendo in sede comunitaria risorse, procedure e sistemi assicurativi tali da costituire un meccanismo sovranazionale per la gestione delle banche in crisi. L'unificazione monetaria diventa allora più irreversibile, nei fatti e nelle aspettative. È lecito pensare che ciò richieda più unità "politica" di quanta gli Stati siano disposti a concedere. Ma si tratta di un'unità e di una messa in comune di risorse orientate a una precisa finalità: un'unità diversa e più limitata dell'apparato istituzionale che occorrerebbe per federare quote rilevanti dei bilanci e dei debiti pubblici nazionali. Temo che il vero ostacolo all'europeizzazione dei sistemi bancari non sia la scarsa disponibilità di unità politica, ma il fatto che richiederebbe la rottura della **complice amicizia** di banchieri e politici nazionali i quali, al riparo dei loro confini, amano scambiarsi favori. E la crisi globale, purtroppo, fa apparire erroneamente il riparo dei confini sotto una luce positiva.

DEFAULT E SECURITISATION

Propongo altre due affermazioni provocatorie e controcorrente circa ciò che serve perché l'euro rimanga integro. La prima è che se si mettesse a punto una procedura comunitaria pubblica, ufficiale, obbligatoria, tempestiva, per gestire **ristrutturazioni ordinate** dei debiti pubblici dei governi in difficoltà, diminuirebbe la percezione del rischio che la moneta comune possa spezzarsi. È l'opposto di quello che si è pensato finora, soprattutto per l'insistenza della Bce, fiera avversaria

di ogni cenno a procedure di default. Se il governo di un paese, in caso di necessità, può ristrutturare tempestivamente e ordinatamente il suo debito, i mercati incorporano il rischio nello spread sui suoi titoli, ma non fermano i **flussi interbancari** al suo confine. Soffocare il default significa diffondere il rischio dalla finanza pubblica all'intero sistema monetario e creditizio di un paese, fino a far intravedere l'abbandono dell'euro.

La seconda è che l'euro starebbe meglio se il sistema finanziario europeo fosse meno **banco-centrico**, se le banche, oltre a essere meno "nazionali", lasciassero più spazio a flussi di credito diretti, a titoli acquistati da fondi e portafogli non bancari. La crisi ha demonizzato la *securitisation* e la finanza di mercato e valorizzato l'intermediazione più tradizionale e, addirittura, più piccola e locale. Ma basarsi troppo sulle banche significa convogliare i flussi monetari e creditizi in vasi sanguigni interbancari che divengono troppo spessi, importanti e critici: se si ingolfano, è l'infarto per l'economia. Se l'ingolfo è ai confini nazionali è a rischio l'unità monetaria. Se il credito si disperde in titoli, i rischi-paese si diversificano più facilmente, la circolazione del denaro è meno canalizzata, meno passibile di interruzioni motivate dal pericolo che si spezzi la moneta unica.

(1) Su ciò è illuminante Merler e Pisani-Ferry, *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, March 2012. Giorgio Ragazzi, su *lavoce.info* del 26.3.2012 [discute lo squilibrio dei saldi Target](#), ma lo collega solo agli squilibri delle partite correnti delle bilance dei pagamenti.

La democrazia e il fiscal compact

08.05.2012

Francesco Daveri

Le elezioni in Francia, Grecia, Italia e Germania hanno messo in evidenza che nell'Europa in crisi gli elettori premiano chi si oppone ai tagli di bilancio. Ma la revisione delle politiche di rigore di bilancio auspicata dalla maggioranza degli elettori incontra un importante vincolo oggettivo: i governi a cui gli elettori oggi chiedono maggiore spesa pubblica sono quelli nei quali la spesa pubblica è salita di più negli ultimi dieci anni. Alle difficoltà di oggi non c'è via di uscita alternativa a quella di praticare le riforme con anche maggiore decisione rispetto a quanto fatto in passato.

Domenica 6 maggio è stata un Super-Sunday: tante elezioni tutte insieme in tanti paesi europei. Le elezioni presidenziali che hanno dato la vittoria a Francois Hollande in Francia, le elezioni politiche che hanno lasciato la Grecia priva di una coalizione in grado di governare e le elezioni locali in Germania e in Italia hanno messo in evidenza risultati simili: nell'Europa in crisi gli elettori premiano chi si oppone ai tagli di bilancio. Ma la revisione delle politiche di rigore di bilancio auspicata dalla maggioranza degli elettori incontra un importante **vincolo oggettivo**: i governi a cui gli elettori oggi chiedono una svolta di minor severità fiscale sono quelli nei quali la spesa pubblica è salita di più negli ultimi dieci anni. Alle difficoltà di oggi, non c'è via di uscita alternativa a quella di praticare le riforme con anche maggiore decisione rispetto a quanto fatto in passato.

LO SPETTRO DELLA RIVOLTA ANTI-AUSTERITÀ SI AGGIRA PER L'EUROPA

In Francia il presidente uscente Nikolas Sarkozy aveva archiviato da tempo le 316 proposte di riforma della Commissione per la Liberazione della Crescita di Jacques Attali e della sua commissione di 42 saggi (tra cui il futuro premier italiano Mario Monti). Ha così perso sia pure di misura senza aver rigirato la Francia come un calzino, rincorrendo a destra all'ultimo minuto i voti di Marine Le Pen. Il vincitore **François Hollande** ha fatto promesse molto generose in campagna elettorale. Qualcuno ha cominciato a quantificarne i costi in più di 20 miliardi di euro. In Grecia hanno perso i due partiti principali, i conservatori di Nea Demokratia e i socialisti del Pasok, colpevoli - agli occhi di un elettorato stanco e incerto tra il salto del buio dell'uscita dall'euro e il cappio dell'aggiustamento fiscale - di aver fornito supporto parlamentare alle misure di tagli di bilancio del governo Papademos, visto come l'agente locale della troika Bce-Commissione Europea-Fondo Monetario. In Italia la massiccia affermazione del Movimento Cinque Stelle non è qualitativamente molto diversa dal successo elettorale del movimento di sinistra radicale Syriza in Grecia o da quella dei neo-comunisti del "rosso" Mélenchon in Francia. Tutti raccolgono **l'avversione dell'elettorato** verso politiche fiscali restrittive presentate come necessarie per rimanere dentro ad un euro e che sono invece sempre più identificate come la fonte della crisi e non come un ombrello di protezione. Lo stesso vale tra l'altro per il Partito dei Pirati tedesco che ha raccolto più dell'8 per cento dei voti nelle elezioni del Schleswig-Holstein, un land della Germania del nord con una forte minoranza danese. Anche in queste elezioni la sostanziale tenuta della Cdu di **Angela Merkel** e la parziale ripresa dei suoi attuali alleati liberal-democratici non sono stati sufficienti ad evitare che una coalizione di centro-sinistra conquistasse la maggioranza del land. Nell'insieme, l'esito del Big Sunday mette in discussione l'impianto del [Fiscal Compact](#), l'accordo raggiunto pochi mesi fa e oggi diventato l'emblema dell'imposizione del rigore alla tedesca sul resto dell'Europa. Lo spettro di una Internazionale anti-austerità si aggira per l'Europa e nessuno sa come affrontarlo.

I VINCOLI ALLA REVISIONE DEL FISCAL COMPACT

La revisione delle politiche rigoriste auspicata dalla maggioranza degli elettori incontra tuttavia alcuni vincoli oggettivi di cui anche i governi più preoccupati dei risvolti sociali dell'adozione di politiche fiscali rigorose non potranno non tenere conto. I dati sull'andamento della **spesa pubblica** nei paesi europei negli ultimi dieci anni, cioè da quando è stato introdotto l'euro, sono esempi eloquenti di questi vincoli. Dalla fine del 2001, infatti, nell'eurozona a 17 paesi la spesa pubblica è aumentata da 3340 a 4665 miliardi di euro (in euro correnti), cioè del 39,6 per cento. In percentuale sul Pil, la spesa è aumentata dal 47 al 51 per cento del Pil dell'eurozona. La crisi post-2008 è stata certamente una potente leva per questo aumento. Il punto però è che la crisi c'è stata anche in Germania dove nel solo 2009 il Pil è sceso di più di 5 punti percentuali. Ma in Germania tra il 2001 e il 2010 la spesa pubblica tedesca è aumentata solo del 18,5 per cento, da poco più di 1000 miliardi di euro a 1180 miliardi circa. Il modesto aumento della spesa pubblica si è accoppiato con la rapida crescita del Pil e con la **moderata inflazione** sperimentata dalla Germania in questi anni. Il risultato è che la quota della spesa pubblica sul Pil è rimasta costante. Nonostante la crisi e i salvataggi bancari, gli aiuti alle case automobilistiche e, recentemente, i generosi **aumenti salariali al pubblico impiego**. La spesa pubblica tedesca rimane piuttosto elevata (essendo pari al 48 per cento del Pil), ma la sua entità è rimasta la stessa del 2001 in percentuale sul reddito prodotto dai tedeschi. Ecco, più o meno, cosa intendono i tedeschi con rigore fiscale.

I numeri sono ovviamente interpretabili ma non sono opinioni. I dati tedeschi implicano che, nel resto dell'eurozona senza la Germania, la spesa pubblica sia invece aumentata del 41,5 per cento, da 2340 a 4480 miliardi di euro, tra il 2001 e il 2010. Si tratta di un aumento di 23 (41,5 meno 18,5) punti percentuali superiore a quello registrato in Germania, cioè nel paese che ha finanziato il **fondo salva-stati** temporaneo e finanzia il fondo salva-stati permanente per più del 25 per cento del totale (come stabilito dai trattati, in proporzione al Pil e alla popolazione tedesca).

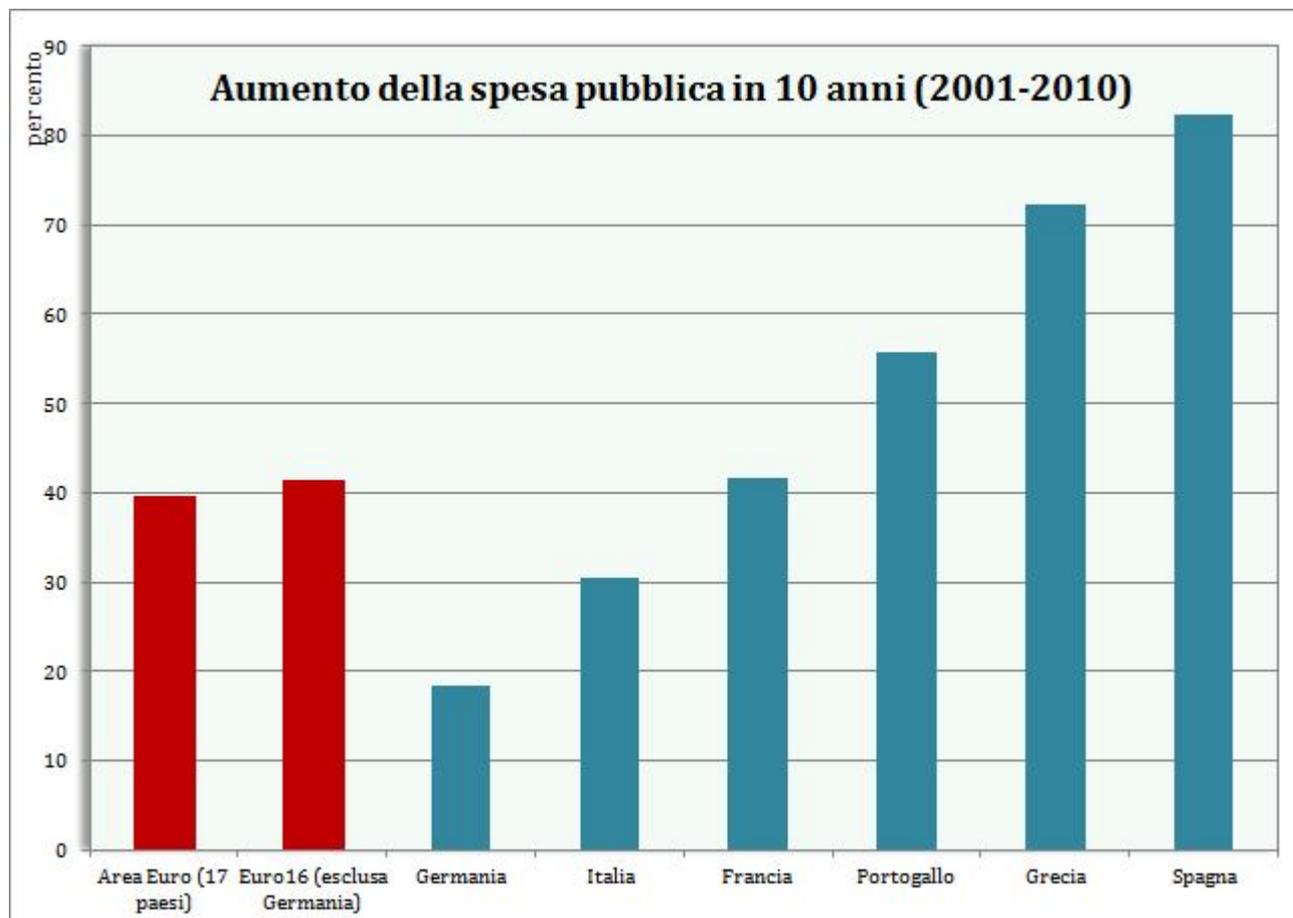
I PARADOSSI DELL'UNIONE

Da qui, in poche parole, nasce l'attuale insoddisfazione dell'elettorato tedesco nei confronti dell'euro e dell'attuale configurazione delle istituzioni europee - insoddisfazione che spiega una buona parte dell'atteggiamento apparentemente ondivago della signora Merkel degli ultimi anni. Al caso tedesco si può anche aggiungere quello slovacco. Come racconta il [Wall Street Journal](#), la **Slovacchia** ha impegnato, tra fondi sborsati e garanzie, un totale di 13 miliardi di euro nel fondo salva-stati. La cifra è più grande delle entrate fiscali annuali del governo slovacco. E contribuisce a salvare un paese come la Grecia che nel 2010 aveva un reddito pro-capite di circa 20 mila euro, ben maggiore dei 12 mila euro degli slovacchi.

Tra tutti i paesi dell'eurozona ci sono poi degli osservati speciali. Si tratta dei paesi che hanno causato la crisi dei debiti sovrani negli ultimi mesi. Ma anche qui si riscontrano differenze significative. Ad esempio, la spesa è aumentata "solo" del 31 per cento in Italia. E' aumentata ben di più negli altri paesi sull'orlo del default: del 56 per cento in Portogallo, del 72 per cento in Grecia e addirittura dell'89 per cento in Spagna. In Francia l'aumento della spesa è stato pari al 42 per cento. Gli aumenti della spesa in proporzione al Pil hanno oscillato tra i 5 punti di Francia e Grecia e i 9 punti percentuali del Portogallo, con il +7 punti della Spagna a metà strada.

I dati relativamente meno cattivi dell'Italia sono un merito dei nostri guardiani della cassa pubblica (e soprattutto di Giulio Tremonti, che è stato ministro dell'Economia per la maggior parte del tempo tra il 2001 e il 2010)? Mah. A far crescere poco la spesa in Italia è stato soprattutto l'**enorme debito pubblico** con cui siamo entrati nell'euro. In Italia il debito pubblico era già il 105 per cento del Pil nel 2001, di poco più alto che in Grecia. In Francia, Spagna e Portogallo il debito era invece molto più basso, pari al 53, 59 e 54 per cento, rispettivamente. Con quel debito di partenza, gli altri paesi mediterranei hanno creduto di potere mantenere abitudini di spesa "mediterranee" sfruttando i tassi tedeschi garantiti dall'ombrello dell'euro. Ora stanno pagando e pagheranno il conto delle loro

scelte. Con il doppio del debito pubblico degli altri, la spesa pubblica in Italia avrebbe dovuto scendere, almeno in quota sul Pil, non aumentare. E invece la spesa in euro è colpevolmente aumentata del 31 per cento. E con la bassa crescita di questi anni, la spesa in percentuale sul Pil è aumentata dal 47,9 al 50,6 per cento. E per un paio d'anni, nel 2007-08, si è addirittura discusso di come spendere un "tesoretto" di entrate fiscali che non esisteva.



LE OPZIONI PER L'ITALIA E PER L'EUROPA

Con in mano i dati comparati sulla spesa pubblica europea del dopo-euro, è obiettivamente difficile e anche ingiusto chiedere alla signora Merkel di rinegoziare un trattato come il Fiscal Compact che mette la stabilità fiscale al centro dell'attenzione. È difficile perché sarebbe come chiedere alla signora Merkel di suicidarsi politicamente. Ma è anche ingiusto perché i tedeschi, sottoposti alle stesse dinamiche demografiche e agli stessi shock economici degli altri, hanno controllato la spesa pubblica con molta maggiore efficacia di quanto abbiano fatto gli altri paesi europei.

È invece possibile e doveroso sfruttare la strada lasciata aperta dal Fiscal Compact nella sua attuale formulazione che consente deviazioni dal **rigore fiscale** a fronte di comprovato successo nell'adozione di misure che favoriscano la crescita economica. Abbandonare ora la strada delle riforme economiche di modernizzazione delle economie europee appena intraprese sarebbe un grave errore che l'unione monetaria nel suo complesso pagherebbe molto caro.

Il limite di aver dimenticato Hume

18.05.12

Michael Burda

La crisi della zona euro mette in evidenza tutti i limiti della costruzione europea. L'errore principale è stato non chiudere definitivamente le banche centrali nazionali. Permettendo così agli interessi nazionali di interferire con il normale funzionamento del sistema finanziario e del meccanismo di Hume. La sottovalutazione di questi problemi, assieme all'incapacità di istituire una Autorità bancaria europea veramente forte, ha lasciato scoperto uno squarcio nell'integrazione monetaria e finanziaria dell'Unione Europea che ci perseguiterà nei mesi e anni a venire.

Il grande filosofo ed economista scozzese David Hume aveva compreso fin troppo bene come i confini nazionali e le statistiche della bilancia dei pagamenti influenzano e anzi determinano i flussi del commercio internazionale.

L'UNIONE E IL MECCANISMO DI HUME

Laddove esistono confini, gli uffici doganali e le burocrazie statali monitorano continuamente il flusso di beni e attività tra paesi e i surplus o i deficit sono visti dai politici come un motivo di orgoglio o di vergogna. Hume criticava il mercantilismo, ma era ottimista sul fatto che la struttura del commercio si sarebbe alla fine aggiustata. Nel 1752 scriveva: "Se una nazione conquista un vantaggio commerciale su un'altra, è molto difficile che quest'ultima recuperi il terreno perduto (...) Ma questi vantaggi sono compensati, in qualche misura, dal basso costo del lavoro nelle nazioni che non hanno un vasto commercio e che non sono ricche di oro e argento. I produttori perciò trasferiscono le loro sedi, lasciando i paesi e le province che hanno già arricchito, e andando verso altri luoghi, dove sono richiamati dalla modicità dei prezzi dei beni per vivere e del lavoro, finché anche questi nuovi luoghi non si arricchiscono e i produttori sono di nuovo costretti all'esilio per gli stessi motivi. E, in generale, possiamo osservare che l'alto costo di ogni cosa, dovuto all'abbondanza di denaro, è uno svantaggio che accompagna ogni commercio consolidato, e stabilisce dei limiti ad esso in ogni paese, consentendo agli stati più poveri di battere sul prezzo i più ricchi in tutti i mercati stranieri".

In linea di principio, il celebrato meccanismo di Hume dovrebbe funzionare all'interno dell'area euro: i paesi che esportano meno di quanto importano dovrebbero perdere euro a favore dei paesi in surplus, a meno che non siano compensati da flussi in entrata di capitali privati. L'uscita di euro porta a una scarsità di moneta e di credito, a minori prestiti per consumo e investimenti, a un rallentamento delle attività e alla caduta dei prezzi.

Deficit cronici comportano più alti tassi di interesse e il declino del merito del credito sia per i debitori sovrani che privati. Ma assorbimento interno e prezzi dei beni non commerciabili in calo, alla fine, riportano i salari in linea con la produttività e ristabiliscono la competitività. Nello stesso modo, i paesi con surplus cronici dovrebbero accumulare euro e le banche nazionali dovrebbero espandere il credito, portando così a una domanda e a un'inflazione maggiori rispetto ai paesi in deficit.

Le intuizioni di Hume sono rilevanti oggi come lo erano 250 anni fa. La recessione e la concomitante riduzione dei prezzi e salari nei paesi periferici dell'Eurozona sono dolorose, ma sono condizioni necessarie per recuperare la capacità di esportare e tornare così alla crescita e a finanze pubbliche sostenibili: una rigida politica fiscale è necessaria per accelerare il processo. Irlanda, Spagna e Portogallo hanno già fatto progressi in questo senso. I livelli dei prezzi relativi devono però scendere ancora nei paesi in deficit perché si possano riequilibrare gli squilibri e possano tornare i capitali privati. È vera anche l'altra faccia della medaglia: Germania, Olanda e Finlandia devono accettare una buona dose di crescita dei salari e dei redditi nominali, e anche di più alta

inflazione. Con un pizzico di fortuna, è possibile che l'accettino.

Ma il meccanismo di Hume opera con lentezza, soprattutto perché i prezzi hanno bisogno di tempo per aggiustarsi e sono guidati da aspettative difficili da modificare. Ma opera con lentezza anche perché i difetti nella costruzione dell'Eurozona ostacolano il meccanismo di Hume. I deficit delle partite correnti non sono un male di per sé, in particolare se aiutano a superare difficoltà di consumo temporanee dovute a un anno particolarmente difficile oppure finanziano le importazioni di beni capitali per rispondere a opportunità produttive. Tuttavia, dall'inizio della crisi finanziaria, i paesi dell'area euro con deficit cronici hanno sperimentato anche significativi deflussi di capitali e deficit di bilancia dei pagamenti. Ai tempi del sistema di Bretton Woods, prima del 1971, il Fondo monetario internazionale avrebbe estinto questi fuochi attraverso piani di stabilizzazione fiscale: Gran Bretagna e Italia ne sono stati due esempi memorabili. Squilibri cronici di bilancia dei pagamenti non erano tollerati perché nessuno si aspettava che un paese sovrano finanziasse in modo permanente i deficit degli altri.

I LIMITI DI UN SISTEMA

Nell'Eurozona non c'è nessuna autorità che regoli gli squilibri fra i diversi paesi sovrani:

- il trattato di Maastricht non prevede esplicitamente interventi come quelli del Fmi;
- il Patto di Stabilità e crescita, progettato per prevenire gli squilibri causati dai governi, ha chiaramente fallito il suo compito;

- mentre i flussi di capitale privato in questi paesi si sono prosciugati e si sono anzi trasformati in una fuga di capitali, la Bce ha involontariamente finanziato i deficit nelle bilance dei pagamenti derivanti da questo fenomeno, attraverso il cosiddetto sistema di Target 2. (vedi Buiter et al 2011). Queste entrate contabili nei bilanci delle banche centrali nazionali sono diventate oggetto di animate discussioni in Germania. (Sinn 2012, Dullien and Schieritz 2012, Tornell and Westermann 2011). Monetizzando in modo passivo gli squilibri intra-europei, la Bce ha “messo Hume in attesa”, rimandando il necessario aggiustamento dei prezzi relativi fra regioni. Inizialmente sottovalutato dalla maggioranza degli economisti, il problema è ormai troppo grande per essere ignorato. I surplus della Bundesbank verso la Bce ammontano a più di 700 miliardi di euro, circa il 30 per cento del Pil tedesco. La Germania è ormai diventata ostaggio dell'Unione monetaria, perché un'uscita unilaterale implicherebbe una nuova banca centrale con equity negativa.

In un mondo senza frontiere nazionali e senza banche centrali nazionali, non possono esserci deficit nelle bilance dei pagamenti – i deficit di conto corrente sono sempre finanziati da capitale privato. Finché i membri dell'unione monetaria li accettano, cambiamenti di proprietà, anche di rilevante entità, degli asset nazionali all'interno dell'Unione dovrebbero essere perfettamente accettabili e lasciati ai proprietari dei flussi di capitale.

Compito dei governi dovrebbe essere quello di evitare che gli errori delle banche private e degli investitori ricadano sui contribuenti. E la Bce dovrebbe astenersi dall'immettere liquidità direttamente su un particolare mercato. Tuttavia, finché i “nazionalisti economici” continuano a prestarvi attenzione, i deficit e i surplus delle bilance dei pagamenti nazionali continueranno ad avere un ruolo nella formulazione delle politiche. Nel caso di una rottura dell'euro, le entrate contabili derivate da Target2 diventerebbero espliciti attivi e passivi nazionali, aprendo la strada a ulteriori recriminazioni e a un deterioramento delle relazioni economiche e anche politiche.

Alla fine, i fondatori dell'euro hanno commesso un grave errore ignorando il non irrilevante dettaglio che Hume avrebbe certamente colto. Decidendo di non abolire definitivamente le banche centrali nazionali, la porta sul retro è rimasta socchiusa permettendo agli interessi nazionali di interferire con il normale funzionamento del sistema finanziario e del meccanismo di Hume. Questa svista, assieme all'incapacità di istituire una Autorità bancaria europea veramente forte, ha lasciato scoperto uno squarcio nell'integrazione monetaria e finanziaria dell'Unione Europea che ci perseguiterà nei mesi e anni a venire.

Euro, ultima chiamata

28.06.2012

CarloMagno*

I capi politici della UE stanno discutendo da troppo tempo su quali siano gli strumenti per uscire dalla crisi dell'Unione monetaria europea. Nel confronto su questi aspetti, sembra assente lo snodo cruciale della vicenda europea: la necessità di riavviare il processo di unificazione politica. "Euro: ultima chiamata" è il titolo di [un libro pubblicato](#) da Francesco Brioschi editore. Carlomagno è un "autore collettivo", che comprende [Angelo Baglioni](#), [Andrea Boitani](#), [Massimo Bordignon](#), [Stefano Fantacone](#), [Rony Hamaui](#) e [Marco Lossani](#). Qui di seguito, ampi stralci dell'introduzione.

Realizzare l'unione politica dell'Europa è, nei fatti, la vera sfida nell'attuale momento storico. Una sfida non semplice, soprattutto ora che il vecchio continente è in balia di una crisi economico-finanziaria che non si attenua e che ha comportato costi davvero elevati, tali da produrre un bilancio non particolarmente positivo dei primi dieci anni di **vita dell'euro**. Intendiamoci, valutare quali siano state le conseguenze economiche dell'euro non è semplice. Tuttavia, si può tentare. Da quando l'euro è stato varato, l'Unione monetaria europea ha registrato un tasso di **inflazione** simile a quello registrato da paesi al di fuori dell'Eurozona (come Danimarca, Svezia e Regno Unito) e un tasso di **crescita** del prodotto non superiore. Per di più, si sono nel frattempo accumulati al suo interno squilibri e fragilità di non poco conto, che più recentemente si sono accompagnati a una maggior **divergenza** dei cicli economici tra le diverse nazioni dell'Eurozona. Per contro, l'euro ha favorito, fino al divampare della crisi, una crescente **integrazione** commerciale e soprattutto finanziaria, consentendo a molti paesi di ridurre sostanzialmente il costo del capitale. Alla luce del bilancio appena tracciato è lecito chiedersi se convenga proseguire ulteriormente lungo un sentiero di integrazione che ha preso l'avvio ormai ben più di **60 anni orsono** e che, con alti e bassi, ha garantito la pace e uno straordinario processo di integrazione economica e culturale in un continente da sempre belligerante.

REGOLE E DISCIPLINA DI BILANCIO

Con il Consiglio Europeo del dicembre 2011 l'esistenza della moneta unica è stata legata a un *fiscal compact* interamente basato su **regole di bilancio** e su punizioni per chi non le rispetta. Il perfezionamento degli accordi di dicembre, avvenuta in ripetuti altri summit, non ha modificato l'impostazione di fondo. Essa deriva da una convinzione, apparentemente fatta propria dalla cancelleria tedesca, che la crisi dell'eurozona sia dovuta alla **dissolutezza** dei paesi "periferici" dell'Unione (che poi sarebbero i paesi del Sud Europa). A sua volta questa tendenza a indebitarsi troppo sarebbe dovuta al desiderio dei cittadini "periferici" di vivere al di sopra delle proprie possibilità, prendendo a prestito a tassi bassi, grazie all'esistenza della moneta unica. Il patto di bilancio sarebbe il modo per escludere il "continuo sostegno" da parte dei paesi "virtuosi" e/o della Banca centrale europea e, al contempo, per forzare la recessione e quindi la deflazione nei paesi "cicala", cioè attuare la cosiddetta "**svalutazione interna**". **(1)**

Intendiamoci: il problema del *fiscal compact* non è il fatto in sé di porre vincoli sui comportamenti fiscali dei singoli stati; il problema è che quei vincoli impongono che tutti riaggiustino **subito** e simultaneamente, aggravando una recessione già lunga e profonda - con possibile deflagrazione di conflitti sociali, di violenza, di **sentimenti anti-europei** (e anti-tedeschi). I sintomi già non mancano in Ungheria, Slovenia, Grecia e persino nelle civilissime Danimarca e Olanda.

LA FINE DELL'EURO CI CONVIENE?

La fine dell'euro coinciderebbe con l'abbandono definitivo del progetto di integrazione europea o, comunque, con un **ritorno indietro** di molti decenni. I costi, sia politici che economici, sarebbero elevatissimi. Il che, paradossalmente, è la dimostrazione che il processo di integrazione economico-monetaria ha sinora conseguito un importante successo: la maggior integrazione commerciale e finanziaria tra i paesi membri dell'Unione monetaria stessa. Eliminando la moneta unica e tornando alle **monete nazionali** si scatenerrebbe un processo a catena fatto di contrazione dei flussi commerciali e probabile **crollo dei mercati** di borsa e del debito, sostenuti e rinforzati dall'interdipendenza commerciale e dall'interconnessione finanziaria. Per di più, si tornerebbe a vivere una fase non breve di instabilità sui mercati valutari. Gli effetti negativi per il reddito e la ricchezza, uniti alla notevole incertezza, spingerebbero la regione europea verso una **recessione** generalizzata e prolungata. Non ci rimetterebbe solo l'oligarchia finanziaria. Ciò che gran parte dell'opinione pubblica probabilmente non conosce è che i numerosi esercizi sin qui prodotti per verificare la fattibilità di tale opzione hanno messo in evidenza i **costi elevatissimi** per tutti i paesi coinvolti, anche per quelli (come la Germania e i suoi satelliti) che potrebbero optare per una permanenza all'interno dell'Eurozona.

SALVATAGGI, BILANCIO FEDERALE E ISTITUZIONI DEMOCRATICHE

L'alternativa alla fine dell'euro è rappresentata da un vero e proprio salto di qualità: la costituzione di un'unione fiscale di tipo **federale** supportata da un processo di progressiva unificazione politica. È necessario accelerare e approfondire il processo di unificazione e ampliare con decisione il bilancio federale europeo (oggi poco più dell'1 per cento del Pil europeo), dotandolo di entrate fiscali capaci di finanziare **interventi anticiclici** e trasferimenti agli stati che siano stati colpiti da shock asimmetrici. Anche gli economisti più prudenti ammettono ormai che l'efficacia della politica fiscale è massima, e va nella tradizionale direzione keynesiana, proprio quando i paesi sono colpiti da crisi finanziarie. È chiaro che quando gli **shock** sono permanenti (come per esempio una permanente perdita di competitività da parte di un paese nei confronti degli altri), gli aggiustamenti non possono che essere strutturali: riduzione dei prezzi e dei salari, mobilità del lavoro. Ma l'esistenza di un robusto bilancio federale darebbe il tempo a quegli **aggiustamenti strutturali** di realizzarsi, senza precipitare interi paesi o intere regioni europee nella recessione, destabilizzando anche tutti gli altri.

Solo spogliando le istituzioni nazionali di una parte dei poteri che verrebbero trasferiti a organismi federali sovra-nazionali sarebbe possibile aumentare la capacità decisionale di istituzioni che diventerebbero finalmente e concretamente europee. In questo contesto, l'imposizione di un *fiscal compact*, cioè di stringenti vincoli di bilancio "nazionali" non apparirebbe più come l'attuazione dell'imperiosa volontà di **disciplina germanica**, ma sarebbe una regola ragionevole e accettabile, come è possibile e accettata negli Stati Uniti. Sarebbe possibile anche prevedere il "**commissariamento**" federale temporaneo dei paesi che non rispettassero il vincolo. Non sarebbe il commissariamento tedesco (o "nordico") sui PIIGS, ma il commissariamento del governo federale democraticamente eletto su uno o più degli stati federali che hanno accettato una certa cessione di sovranità.

È importante sottolineare che il senso di questa operazione non è meramente riconducibile a un processo di riallocazione dei poteri tra gli stati-nazione e gli organismi comunitari, mirante ad aumentare l'efficienza del processo decisionale. Il senso di questa operazione sta anche nel dimostrare all'"**Europa dei cittadini**" (e non solo alle sue *élite*, più o meno tecnocratiche) che l'Unione economico-monetaria è un soggetto politico che va ben oltre gli interessi e le questioni meramente economiche e che è capace di superare il **deficit di democrazia** di cui è stata a lungo (e peraltro giustamente) accusata. Attraverso un processo di cessione di sovranità nazionale unito all'attribuzione di una maggior legittimità democratica alle rinnovate istituzioni europee si

verrebbero a creare i presupposti per la realizzazione dell'unione fiscale e politica. Il processo è inevitabilmente lungo, ma un impegno credibile su una *road map* che preveda anche qualche passo a breve termine (come per esempio l'elezione del **Ministro delle finanze** dell'area euro da parte del Parlamento e del Consiglio europeo) potrebbe di per sé tranquillizzare operatori e cittadini sul futuro della moneta comune.

Dare un senso comune all'identità europea deve diventare il vero obiettivo del Consiglio europeo. I problemi tecnici, per quanto importanti, non costituiscono gli **snodi cruciali** della crisi dell'area euro. Non è dibattendo solo del ruolo da conferire ai Fondi europei di stabilità finanziaria (Efsf – Esm) che si potrà risolvere la crisi attuale. Né solo chiedendo di utilizzare risorse di questi fondi per mantenere lo *spread* tra titoli decennali sud-europei e tedeschi entro un certo limite. Finché quei fondi dovranno essere garantiti dai singoli stati - e quindi in grande parte dalla Germania - sarà difficile fugare la percezione dell'opinione pubblica tedesca di essere chiamata a spendere i soldi faticosamente risparmiati per sanare i debiti degli allegri popoli del **Mediterraneo**. Il ruolo di contenere gli *spread* dovrebbe essere svolto dalla Bce, come parte del suo compito di assicurare condizioni monetarie uniformi nell'area euro. Tuttavia la Bce si è finora sottratta a questo ruolo e continuerà presumibilmente a farlo, per la ferma opposizione della Bundesbank.

(1) Peraltro, come ha mostrato Paul De Grauwe, “In search of symmetry in the Eurozone”, 2 Maggio 2012 [CEPS Commentary](#), Grecia, Irlanda e, in misura minore, Spagna e Portogallo hanno già realizzato significative svalutazioni interne. Molto inferiori al necessario risultano, invece, le rivalutazioni interne dei paesi “core” (Germania e satelliti). Eurolandia sembra dunque caratterizzata da aggiustamenti asimmetrici come i vecchi regimi di cambio fisso (Bretton Woods e SME). Una asimmetria che, in unione monetaria, favorisce i paesi creditori.

La federazione necessaria

20.07.2012

Massimo Bordignon

Il problema vero dell'area euro, e forse di tutta l'Unione, è la mancanza di una sovranità europea condivisa e sovraordinata rispetto a quella degli Stati. Ciò impedisce di prendere decisioni comuni e di accompagnare le politiche di solidarietà al controllo sui comportamenti. E certo non si possono avere strumenti di debito comuni, se dietro di essi non c'è una responsabilità comune. È allora il momento di discutere come costruire una vera e propria federazione europea, a cui affidare la gestione delle risorse. E con un presidente eletto direttamente dai cittadini.

Il comportamento della **Germania**, e più in generale dell'Europa del Nord, nella crisi attuale confina con la schizofrenia.

CONTRADDIZIONI NORDICHE

Da un lato, i paesi del nord Europa bloccano qualunque intervento che possa ridurre i costi delle crisi, per paura di doversi fare carico dei debiti altrui e di eliminare qualunque incentivo alle riforme nei paesi in difficoltà, i cosiddetti Piigs. Così facendo, sia pur lucrando su un po' di liquidità a buon mercato nel breve periodo, aumentano però la possibilità che la crisi abbia un **esito drammatico**, i cui costi maggiori, alla fin fine, sarebbero probabilmente pagati proprio da loro. Anche tralasciando gli effetti politici, tutt'altro che secondari, una frattura dell'area euro renderebbe palesi i crediti inesigibili della Bundesbank nei confronti dei paesi dell'Europa del sud, richiederebbe una ricapitalizzazione estesa delle banche a carico dei contribuenti, farebbe schizzare verso l'alto il tasso di cambio e provocherebbe una fuga di massa dei capitali, una volta che i nuovi tassi di cambio si fossero stabilizzati. Dall'altro lato, mentre è attivamente impegnata a minare alla base la stabilità dell'area euro, dicendo no a ogni intervento ragionevole proposto nel frattempo, la Germania è viceversa in prima fila nel richiedere un **rafforzamento dell'integrazione** europea, fino a prefigurare una vera e propria unità politica dei paesi che hanno adottato o pensano di adottare la moneta comune. E non si chiede un'unità politica, se si pensa nel frattempo di far saltare tutto in aria.

LA ROAD MAP

Il bello è che i tedeschi hanno fundamentalmente ragione su quest'ultimo fronte. I problemi economici dell'area euro, o anche dell'Unione Europea, a cominciare dalle finanze pubbliche, sono minori di quelli di quasi tutte le altre federazioni esistenti, a cominciare dagli Stati Uniti. Il problema vero è rappresentato dalla mancanza di una **sovranità europea condivisa** e sovraordinata rispetto a quella degli stati, che impedisce di prendere decisioni comuni e di accompagnare politiche di solidarietà al controllo sui comportamenti. Ed è vero che non si possono avere strumenti di debito comuni, se dietro di essi non c'è una responsabilità comune. Che non si tratti ormai più solo di fantapolitica, lo dimostra anche il documento dei quattro presidenti (dell'Unione Europea, dell'Eurogruppo, della Commissione europea e della Banca centrale), che appunto, prefigurano una visione del processo di integrazione che ha come tappe centrali l'unione bancaria, fiscale, economica e finalmente politica. Una road map che dovrebbe concretizzarsi nei prossimi mesi, purché non salti tutto nel frattempo.

Siccome al successo del progetto è legata in buona parte la soluzione dei nostri problemi, anche immediati, di questo dovremmo occuparci estensivamente anche in Italia, discutendone in modo critico e sviluppando le nostre proposte. Fosse anche solo un bluff quello tedesco, è importante

“vedere”, non fosse altro per capire come dobbiamo comportarci in futuro, uscendo da questa continua incertezza e fibrillazione.

COME DIVENTARE UNA FEDERAZIONE

Che cosa dovremmo fare allora in Europa?

In primo luogo, ci vuole un **centro vero**, cioè un esecutivo federale, politicamente legittimato, che rappresenti gli interessi della federazione nei confronti degli stati membri. La Commissione ha formalmente i poteri, ma non è sufficientemente legittimata per utilizzarli, e il Parlamento europeo è democraticamente legittimato, ma non ha i poteri. Difatti, l’Unione è retta dal Consiglio europeo, e l’area euro dall’Eurogruppo, assemblee di capi di Stato e di governo che ovviamente rappresentano solo gli interessi dei propri cittadini, a scapito di quelli comuni. Nessuna federazione o confederazione esistente è organizzata così, per la semplice ragione che così non funziona. Alla fine, per un politico nazionale, le elezioni provinciali in Westfalia necessariamente contano sempre di più degli interessi comuni dell’area, alla faccia delle emergenze.

Come costruire un **centro legittimato**? Una soluzione relativamente semplice, e di cui si discute molto, è quella di eleggere direttamente il presidente dell’Unione, in elezioni pan-europee, e trasformare la Commissione nel braccio esecutivo del presidente. Il presidente si sceglie i propri ministri, compreso il ministro delle Finanze dell’area euro e governa confrontandosi con il Senato degli Stati e il Parlamento.

In secondo luogo, la gestione della **redistribuzione delle risorse** tra gli Stati e anche i vari interventi di “salvataggio”, diciamo la gestione dell’Esm o del bilancio federale, devono essere affidati alla federazione, cioè al presidente politicamente legittimato, non ai singoli Stati. La redistribuzione orizzontale, tra aree ricche e aree povere semplicemente non esiste. Ovunque, è sempre la federazione che se occupa, con le proprie risorse. Ed è ovvio che sia così, altrimenti, qualcuno continuerà sempre ad affermare “vogliono il nostro oro”; a nessuno piace pagare per gli altri. Un centro così avrebbe poi anche tutta la legittimità democratica per intervenire, in cambio del denaro, imponendo l’approvazione centralizzata dei bilanci nazionali, un tema caro ai tedeschi.

In terzo luogo, una federazione europea così organizzata risolverebbe anche un altro terrore dei tedeschi, la *transfer union*. Non è vero che le federazioni sono necessariamente delle unioni di trasferimento; tendiamo a pensarla così, perché le nostre federazioni europee sono fortemente redistributive, a cominciare appunto dalla Germania. Ma la maggior parte delle federazioni esistenti sono in realtà poco distributive, i trasferimenti dal centro finanziano alcuni programmi nazionali, ma non dipendono dal livello di **reddito relativo** dei vari stati membri. E per l’appunto, la combinazione presidenzialismo-sistema bicamerale con un forte Senato delle regioni è il sistema che appare meno incline ai trasferimenti.

In quarto luogo, tutte le federazioni esistenti hanno **sistemi di controllo** sull’indebitamento degli enti sub-territoriali. I controlli possono essere *market based*, il controllo esercitato dai mercati finanziari tramite il prezzo del rischio dei bond locali, o di tipo gerarchico con regole, controlli, ispezioni e sanzioni dal centro. Ma solo gli Stati Uniti e il Canada sembrano in grado di controllare bene i propri stati/enti locali con le soluzioni di primo tipo, anche perché i mercati finanziari, come abbiamo imparato a nostre spese in Europa, funzionano in genere malissimo. In Europa ci abbiamo provato prima con le regole di Maastricht, ora con il fiscal compact e con l’accresciuto potere della Commissione. Ma la Commissione è troppo debole per poter essere veramente credibile come controllore, mentre un potere federale legittimato avrebbe tutta la forza per imporre davvero controlli e sanzioni.

Fantapolitica? Può essere. Intanto però cominciamo a parlarne.

Mai più salvataggi

24.07.2012

Tito Boeri

Un pacchetto di salvataggio che impedisca il crollo dell'euro non può prescindere da trasferimenti di solidarietà dai paesi a tripla A verso i paesi con zero A. Ma ciò richiede anche un cambiamento nella divisione dei compiti all'interno dell'Eurozona. Alle autorità sovranazionali devono essere attribuiti tutti quei poteri di controllo che rendono credibile il principio del "mai più salvataggi". Ovvero, ciò che permette il fallimento di un singolo Stato senza per questo coinvolgere le sorti dell'intera area: dall'unione bancaria all'Iva, dal reddito minimo alla politica sull'immigrazione.

Angela Merkel ha ragione: non ci può essere solidarietà senza controllo. E ha ragione anche nella scelta delle parole – "solidarietà" e "controllo".

PAROLE GIUSTE

Qualsiasi sia il pacchetto di salvataggio sul quale alla fine si troverà l'accordo per impedire il crollo dell'euro, dovrà inevitabilmente comportare qualche forma di trasferimento di "**solidarietà**" dai paesi a tripla A ai paesi a zero A. Il trasferimento potrà essere nascosto per compiacere l'opinione pubblica, proprio come i trasferimenti ai lavoratori agricoli francesi sotto la Politica comune agricola sono stati a lungo presentati come generici sussidi all'esportazione e alla protezione dell'ambiente nelle aree rurali. Ma qualunque sia il nome che gli verrà assegnato, sarà comunque un trasferimento.

Il passaggio dall'Efsf (*European Financial Stability Facility*) all'Esm (*European Stability Mechanism*) non ha niente a che vedere con la dotazione dei due fondi. L'Esm mobilerà al massimo 500 miliardi, 60 miliardi in più del Efsf. Ma i contributi all'Esm (in aggiunta alla dotazione iniziale di 80 miliardi) saranno garanzie o capitale esigibile, che formalmente non aumenteranno il debito pubblico dei diversi paesi. Tuttavia, si tratta pur sempre di passività contingenti, che diverranno passività effettive se un qualche paese non potrà pagare i suoi debiti. Chiamiamoli pure trasferimenti contingenti, ma resta una forma di solidarietà o di solidarietà contingente.

Anche **controllo** è la parola giusta: ogni trasferimento di una certa dimensione richiede un cambiamento nell'allocazione dei compiti all'interno dell'Eurozona, con un ruolo più forte attribuito alle autorità sovranazionali.

Il trasferimento di controllo è in definitiva imposto dagli elettori tedeschi, che continuano a manifestare un alto consenso verso il modo in cui Merkel gestisce la crisi dell'Eurozona: coloro che chiedono solidarietà senza condizioni, chiedono alla cancelliera tedesca di ignorare le opinioni dei suoi concittadini. Merkel potrebbe certamente cercare di salvare l'euro rinunciando a salvare la sua posizione, e acconsentire a una solidarietà senza controlli rinunciando a candidarsi alle elezioni del 2013. Anche ammesso che il sistema dei pesi e contrappesi del **sistema costituzionale** tedesco non le impedisca di agire come una kamikaze, i mercati crederebbero che sia una linea d'azione sulla quale c'è un impegno futuro della Germania? Chi potrebbe assicurare i mercati sul fatto che il nuovo governo non revocherebbe le decisioni prese da Merkel alla fine del suo mandato?

È vero che Angela Merkel non ha preparato l'opinione pubblica sui vantaggi e svantaggi impliciti in una strategia di salvataggio dell'euro, ma ora è troppo tardi per farlo e ottenere il sostegno degli elettori per un cambio di rotta così radicale.

I TRASFERIMENTI DI SOVRANITÀ NECESSARI

Il problema è individuare quali sono i trasferimenti di sovranità necessari: da una parte, dovrebbero essere in grado di **rassicurare** i tedeschi, i finlandesi e più in generale i contribuenti dei paesi con tripla A e dall'altra, dovrebbero essere **accettabili** per i paesi che si trovano oggi nell'epicentro della crisi, perché non è vero che i paesi che affrontano una crisi di credibilità non hanno potere contrattuale: si sono di molto avvicinati a quella soglia oltre la quale è meglio star fuori dall'Euro che dentro all'unione monetaria.

L'austerità senza che si intravedano progressi nella riduzione degli spread rende la situazione insostenibile. L'attuale **recessione** nell'Europa meridionale è di gran lunga peggiore della grande recessione: deriva interamente da una caduta della domanda interna, mentre nel 2008-2009 era dovuta a una caduta delle esportazioni, ed è associata a cali significativi del **reddito disponibile** (fatto che non si era verificato tre o quattro anni fa neanche nei paesi con più forti riduzioni del prodotto interno lordo).

In queste condizioni, uno scenario che preveda l'uscita dall'euro può raccogliere un consenso maggioritario se la strategia di salvataggio è vista come troppo costosa in termini di perdita di sovranità: imporre condizioni troppo rigide può rivelarsi controproducente. Dopotutto, è la lezione lasciata da un altro trattato, il trattato di Versailles, che né gli elettori francesi né quelli tedeschi dovrebbero aver dimenticato.

Tuttavia, si vedono in giro troppi tentativi di esercitare una *moral suasion* su Angela Merkel, e nessun tentativo invece di convincere François Hollande e Mariano Rajoy a cedere parte della loro autorità e di preparare la loro opinione pubblica a questa eventualità. Leader all'inizio del loro mandato possono modificare le preferenze degli elettori e, anche se non riescono a farlo, possono essere credibili quando si oppongono a opinioni pur maggioritarie nel loro elettorato. Avranno tutto il tempo per spiegare perché si è resa necessaria una scelta impopolare e come sia servita a evitare un risultato di gran lunga peggiore.

Ecco dunque un criterio per individuare il tipo di controllo che deve andare di pari passo con la solidarietà: dovrebbe avvenire un passaggio di autorità a istituzioni sovranazionali che renda possibile in futuro il **fallimento** anche di un grande stato senza che questo comporti il crollo dell'Eurozona.

Nella nuova divisione di compiti tra autorità nazionali e sovranazionali deve essere credibile una clausola che affermi "mai più salvataggi".

Ciò ridurrebbe l'**azzardo morale**, rassicurando così i contribuenti sia del Nord (che non dovrebbero più intervenire per salvare le cicale spendaccione) sia del Sud (i cui politici sarebbero costretti a comportarsi come formiche e a risparmiare per il futuro). E questa è la lezione della storia americana: un salvataggio di stati sovrani (come quello deciso nel 1790 da Alexander Hamilton) deve portare a un cambiamento di regime che impedisca nuovi salvataggi in futuro (come nel 1840 la decisione del Congresso degli Stati Uniti di non permettere un nuovo salvataggio federale).

QUALI POTERI VANNO DELEGATI?

Coerente con il concetto di "mai più salvataggi" è senz'altro uno dei principi sui quali si basa la cosiddetta **unione bancaria**, secondo il quale la Bce dovrebbe essere pienamente responsabile della vigilanza su tutte le banche dell'Eurozona (e non solo su quelle principali). Significa in altre parole che il default di uno stato dell'Eurozona non deve essere necessariamente seguito da un collasso delle sue banche.

Un altro cambiamento nella distribuzione dei compiti va più in profondità: l'Eurozona deve stabilire e finanziare un programma comune di assistenza sociale di base, un **reddito minimo**. Significa che anche se uno Stato appartenente all'area fa bancarotta, resta comunque un qualche trasferimento che permette di evitare la povertà assoluta, così come negli Stati Uniti, il fallimento dello stato di New York o della California non impedisce che siano distribuiti buoni alimentari o sussidi alle fasce di

popolazione più bisognose, ovunque si trovino.

Un'altra delega di autorità coerente con il principio del “mai più salvataggi” è correlata all'aggiustamento attraverso la **migrazione**. La rimozione delle barriere legali alla mobilità delle persone all'interno dell'Eurozona può richiedere l'adozione di una politica comune dell'immigrazione verso i paesi terzi, dal momento che un mercato unico del lavoro implica anche confini davvero comuni. Se la libera circolazione è davvero garantita, uno stato dell'Eurozona può fallire e nello stesso tempo lasciare aperta ai suoi cittadini, ai dipendenti pubblici che perdono il lavoro, l'opzione di emigrare e lavorare altrove all'interno dell'area.

Un altro trasferimento di controllo necessario riguarda l'amministrazione e l'attuazione comune della **imposta sul valore aggiunto**. Oltre a ridurre le frodi transnazionali, questo darebbe alle autorità sovranazionali uno strumento di penalizzazione politica piuttosto potente contro i governi che non riducano il debito: questi governi sarebbero costretti a tassare visibilmente di più i loro consumatori. La penalità politica si accompagnerebbe alla svalutazione fiscale, che dovrebbe essere efficace anche nel ridurre il divario di competitività tra gli equivalenti moderni della formica e della favola di Esopo.

Ci sono ovviamente altre forme di delega di autorità o perdita di controllo dei governi nazionali che sono coerenti con il principio del “mai più salvataggi”. Come è chiaro dagli esempi di cui sopra, non c'è bisogno di creare una “transfer union”, il mondo è pieno di federazioni che comportano una **redistribuzione tra stati** molto modesta: Brasile, India e Stati Uniti, per fare solo qualche esempio, appartengono tutti a questa categoria.

Quello che è oggi importante è discutere in maniera pragmatica di quale sia quella nuova divisione dei compiti fra governi nazionali e autorità sovranazionali europee che, insieme alla solidarietà, possa farci uscire dalla crisi dell'Eurozona: discutere di unione monetaria e politica senza ridefinire “chi fa che cosa” è un'assurdità.

Il documento dei quattro presidenti (Herman Van Rompuy, José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker e Mario Draghi), presentato prima del vertice del 29 giugno, era troppo vago per essere efficace: non sorprende che sia stato completamente ignorato nella dichiarazione finale dei capi di stato e di governo dell'Eurozona. Sembra che sarà tema di discussione negli incontri di autunno: speriamo che i quattro presidenti siano abbastanza onesti da presentare tutti i vantaggi e svantaggi impliciti in ogni strategia di salvataggio e che non sia troppo tardi per parlarne.

Il cuore del problema: l'unione fiscale

08.08.2012

Tommaso Monacelli

Perché è tanto importante l'unione fiscale europea? Perché autorità monetaria e politica devono cooperare, soprattutto (ma non solo) nei momenti di crisi. Nell'Eurozona, però, ci sono una banca centrale e 17 stati membri ed è pressoché impossibile mettere tutti d'accordo. Così la Bce rimanda gli interventi "non convenzionali" all'Efsf. Con un effetto paradossale: i paesi non vogliono ricorrere al Fondo perché temono un effetto reputazionale negativo. E un aggravarsi dello spread dei tassi del loro debito.

Si dice spesso che la **gamba mancante** dell'euro è quella dell'unione fiscale. Ma in che senso questo sia tecnicamente vero non è mai spiegato con chiarezza. Lo è, secondo me, nel senso seguente: il problema centrale che in questa fase mina alla base l'equilibrio stesso della moneta unica in Europa è la totale mancanza di **cooperazione** tra autorità monetaria e fiscale. Avere un'unione fiscale, quindi, più di ogni altro aspetto (quello dei trasferimenti tra stati, dell'assicurazione, etc.) risolverebbe questo problema.

GOVERNI E BANCA CENTRALE

La crisi dei subprime negli USA ci ha insegnato (non fosse sufficiente la teoria economica) che in una fase acuta di crisi finanziaria la cooperazione tra banca centrale e governo è essenziale. Avranno commesso errori nel merito (forse), ma durante quel periodo era ricorrente vedere **Paulson e Bernanke** annunciare misure sulle quali nessuno dubitava ci fosse totale armonia. In Europa il quadro è opposto. Bce e governi nazionali sembrano pugili che si affrontano sul ring, e giocano "a chi cede prima", minando alla radice la **credibilità** stessa dell'architettura istituzionale dell'Euro. Ogni decisione della Bce di Draghi sembra concludersi con il rimandare la palla nel campo dei governi membri (adottare il fiscal compact, fare le riforme strutturali, ricorrere all'Efsf, etc.). D'altro canto, i paesi membri ritengono di non poter fare di più se gli spread continuano a essere così alti, invocando indirettamente un intervento risolutore della banca centrale. La teoria economica definisce questo un "**game of chicken**". E ci insegna una cosa semplice: che il suo esito non è ottimale. Anzi, in questo caso potrebbe essere disastroso. A "cedere prima" sarà semplicemente l'euro, che in un tale contesto non può continuare ad esistere.

Un esempio della corrosiva mancanza di cooperazione tra politica monetaria e fiscale è nascosto nelle pieghe dell'ultima **decisione della Bce**. Uno dei motivi addotti dalla Bce per rimandare (o non attuare) un programma non convenzionale di acquisto di titoli è che esiste l'Efsf; quindi i governi devono seguire quella strada maestra per poter sperare di comprimere gli spread.

CHI PRENDE I SOLDI DALL'EFSF SI GIOCA LA FACCIA

Ma ovviamente la Bce finge di ignorare che ricorrere all'Efsf comporta un **costo reputazionale** molto alto per uno stato sovrano. Paradossalmente, se uno stato dovesse ricorrere all'Efsf, il suo spread potrebbe salire, invece di calare. È lo stesso per questo motivo le imprese tendono preferibilmente a finanziarsi emettendo debito invece che attivi, nonostante che in molti paesi non sia vantaggioso in termini fiscali: perché emettere azioni, molte volte, vuol dire inviare un **segnale** ambiguo, possibilmente negativo sul proprio stato finanziario (se l'impresa ricorre al mercato vuol dire che le cose non vanno molto bene). Paradossalmente, un'impresa che raccoglie capitale emettendo azioni potrebbe vedere il proprio rating (il proprio "spread privato") aumentare. Non sorprende quindi che sia la Spagna sia l'Italia abbiano per ora escluso di fare ricorso all'Efsf. Ironicamente (ma logicamente), i paesi membri preferiscono non ricorrere all'Efsf proprio

quando sarebbe più utile farlo, cioè quando la crisi è seria ma ancora, forse, non **irreparabile**. Di fronte al disastro, ricorrere all'Efsf sarebbe ovvio, ma totalmente inutile. Perché in quel caso l'entità degli aiuti necessari sarebbe insostenibile.

Dall'altro lato, allora, perché i governi nazionali hanno voluto l'Efsf? Lo hanno voluto per creare un **involucro** presentabile attraverso il quale, di fatto, chiedere l'intervento della Bce. L'unico motivo per cui lo spread di un paese potrebbe calare in caso di ricorso al fondo è perché da lì in poi i mercati si aspettano l'intervento della Bce. Non male come pressione sulla banca centrale. Non sono sicuro che Draghi, nel suo insistere a gran voce che gli stati facciano ricorso all'Efsf, abbia pienamente anticipato questo aspetto.

MOLTI DUBBI SUL FUNZIONAMENTO DEL FONDO

Incredibilmente, come debba funzionare il meccanismo dell'Efsf non è ancora del tutto chiaro. Per ora si sa che (i) uno stato richiede l'intervento del fondo; (ii) la concessione di un prestito è condizionato a una serie di misure (eccetto l'umiliante visita della **troika**, ma la differenza non è granché); (iii) il fondo può emettere titoli (usando come garanzia il capitale proprio) oppure finanziarsi dalla Bce.

Il punto (iii), quello del rapporto tra Efsf e Bce, è quello cruciale, e guarda caso ancora non chiaro. Secondo alcune ipotesi, il fondo (se otterrà una licenza bancaria dai paesi sovrani) potrà chiedere finanziamenti alla Bce. Fornendo quali **garanzie**? Il capitale proprio? I titoli dei paesi stessi che si trova a dover salvare? Praticamente impossibile. Perché nel caso in cui l'Efsf sia costretto a rivolgersi alla Bce, vorrebbe dire che l'entità dello sforzo di salvataggio è già pericolosamente grande.

In altri termini, l'esistenza stessa del fondo Efsf crea un gigantesco problema di **adverse selection**. Cioè: finiranno per rivolgersi al fondo solo gli stati nelle peggiori condizioni finanziarie. Proprio quelli in grado di esercitare sulla Bce la pressione massima per evitarne il naufragio.

Possiamo forse immaginare una sequenza: l'Italia chiede l'intervento dell'Efsf, quest'ultimo si rivolge alla Bce per finanziarsi, e **la Bce si rifiuta** di concedere il prestito? In un secondo gli spread sui titoli dell'Italia schizzerebbero a valori intollerabili, costringendo la Bce a intervenire, concedere all'Efsf un prestito ancora più grande, e per giunta a un paese il cui rating è appena vertiginosamente peggiorato.

Il game of chicken è questo: la Bce fa di tutto per **apparire tedesca** ed esercitare pressione sugli stati; gli stati, direttamente o indirettamente, rimandano questa pressione sulla Bce.

PERCHÉ ABBIAMO FATTO L'EURO?

Si dirà: è ovvio che Bce e stati membri non riescano a cooperare. È difficile quando la controparte sono 17 paesi. Un'eco di questo ragionamento era anche nelle **parole di Draghi**, quando accennava al fatto che definire misure non convenzionali di politica monetaria in un quadro come quello europeo è difficile, perché i paesi membri sono tanti, e i titoli dei diversi paesi hanno rischiosità diversa. Non bisogna essere un economista, e neanche un trader di un wealth fund del Qatar, o del pension fund di Chrysler, per pensare: ma allora perché ve la siete imposta questa **condanna** dell'euro?

Se ogni decisione è condizionata da una camicia di forza, dalla difficoltà intrinseca imposta dalla struttura peculiare di un'area economica con una banca centrale e **17 paesi membri**; se è lo stesso Draghi a dire che questo rende tutto più difficile rispetto a quello che possono fare la Fed, la Banca di Inghilterra o la Banca del Giappone, non viene spontaneo chiedersi: ma perché state (stiamo) facendo tutto questo (cioè l'euro)?

L'unica soluzione di fronte a questa oramai permanente crisi di fiducia nel sistema istituzionale dell'euro è di creare un sistema nuovo. In cui la cooperazione tra autorità monetaria e fiscale sia

tra **due** istituzioni. Quindi più facile e credibile. È questo il motivo principale per cui serve una unione fiscale.

La nuova Banca centrale europea

18.09.2012

Francesco Vella

La Bce si appresta ad assumere specifici compiti di vigilanza sulle banche europee. Si tratta di una svolta, perché si realizzano i presupposti di un vero e più stabile mercato bancario europeo. E finalmente gli operatori non saranno più costretti a interloquire con una moltitudine di autorità, ciascuna con le proprie prassi e linguaggi. Anche se restano da sciogliere alcuni nodi, il treno del trasferimento della sovranità dei controlli è ormai partito. E per i tanti interessi di parte sarà difficile fermarlo in corsa.

Potrebbe sembrare una novità, ma non lo è: pochi ricordano che l'originario progetto di statuto della Bce includeva fra i suoi compiti principali la **vigilanza**; nel testo definitivo questa competenza fu "derubricata" per le formidabili resistenze degli **Stati membri**, le stesse che con assoluta caparbia hanno per anni chiuso ogni possibile sbocco concreto alla possibilità di una supervisione europea. Era inevitabile, poi, che nel corso degli anni la asimmetria tra regole bancarie armonizzate e una vigilanza frammentata tra le giurisdizioni nazionali, mostrasse tutte le sue contraddizioni e pericolose lacune. Ma, come la storia insegna, ci vogliono sempre dolorosissime crisi per risvegliare regolatori sonnolenti. Comunque, meglio tardi che mai.

I POTERI DI VIGILANZA

La proposta presentata dalla Commissione europea, sfrutta la previdente via di uscita lasciata dall'articolo 127 del Trattato che consente al Consiglio, all'unanimità e con una procedura speciale che coinvolge il Parlamento, di attribuire alla Bce specifici compiti di vigilanza sulle banche, ma non sulle **assicurazioni**.

Questo è il motivo per il quale il perimetro dei nuovi poteri della Bce previsti dall'articolo 4 del progetto di regolamento comprende i conglomerati finanziari (e cioè gruppi bancari e assicurativi), ma non le singole imprese di assicurazione. Ed è un problema che dovrà in futuro essere necessariamente affrontato se si pensa, l'esperienza d'oltreoceano lo insegna, alla rilevanza sistemica che questi operatori possono assumere.

IL CARDINE DEL SISTEMA

L'articolo 4 rappresenta il cardine del nuovo impianto normativo, declinando tutte le **competenze** di vigilanza della Bce, dai poteri di autorizzazione, alle misure sulla stabilità al controllo dei rischi. La discussione sui destinatari della vigilanza (soprattutto i tedeschi avevano chiesto di esonerare le banche locali) viene risolta con un meccanismo di **gradualità**. Prima gli intermediari di maggiori dimensioni e quelli salvati dai soldi pubblici, poi tutte le banche, comprese le piccole, saranno controllate.

D'altronde, e giustamente, la Commissione sottolinea come con grande frequenza la patologia si annida proprio nel piccolo, che quindi non può sfuggire alla maglie dei supervisori. Naturalmente, è prevista (articolo 5) una procedura per definire le modalità con le quali la Bce potrà utilizzare le **banche centrali nazionali** per l'esercizio delle sue competenze, e collaborare (articolo 6) con le autorità dei paesi fuori dall'area dell'euro. È un passaggio molto delicato perché il presupposto per il successo della vigilanza unica è proprio la creazione di una rete che si avvalga dei "terminali territoriali" delle autorità nazionali per consentire un efficiente e costante monitoraggio "in loco" degli intermediari. La Bce, è bene sottolinearlo, avrà poteri diretti, ad esempio in materia ispettiva (articolo 11), ma è innegabile che l'avvio e la funzionalità di un meccanismo così complesso richiede una integrazione molto stretta, e non sarà cosa semplice, tra centro e periferia.

LA GOVERNANCE

Opportunamente, la proposta della Commissione si preoccupa anche della nuova governance della Bce per garantire l'**indipendenza** della funzione di vigilanza, e soprattutto prevenire i rischi di commistione, che comunque ci saranno, con la funzione monetaria. Sarà nominato un apposito *supervisory board* al quale parteciperanno anche i rappresentanti delle banche centrali nazionali e, in veste di osservatore, il presidente della già esistente *European Banking Authority* (Eba). A questo proposito, è importante sottolineare che anche la disciplina dell'Eba subirà qualche rilevante modifica, non solo, come è ovvio, per un miglior coordinamento con i nuovi compiti della Bce, ma anche per rafforzare il suo ruolo (rendendo più agili i meccanismi decisionali) di implementazione delle regole comunitarie (*single rulebook*). Ruolo essenziale per il funzionamento della vigilanza unificata, che potrebbe indebolirsi se in ciascun ordinamento si interpretassero le norme (ed è noto che in passato è già successo) a geometria variabile a seconda dei bisogni del momento.

IL TRENO È PARTITO

Ci può essere il rammarico di essere arrivati dopo tanto tempo, ma sicuramente la nuova Bce rappresenta **una svolta**, perché realizza i presupposti di un vero e più stabile mercato bancario europeo che potrà diventare una sorta di laboratorio di soluzioni e orientamenti in grado di avere una portata molto più ampia sul piano comunitario. Senza considerare il fatto che finalmente anche gli operatori non saranno più costretti a interloquire con una moltitudine di autorità, ciascuna con le proprie prassi e linguaggi.

Ma non bisogna farsi illusioni: Michel Barnier, il commissario al Mercato unico, ha sgombrato il campo da facili entusiasmi richiamando l'esigenza di un approccio prudente e graduale. **(1)** Il rischio è che dopo anni di colpevoli silenzi, tutti saltino sul nuovo vagone con i soliti proclami retorici, ma che poi, quando si vanno a mettere le carte sul tavolo, molte mani si tirino indietro. Rimangono, infatti, ancora alcuni **nodi da sciogliere**, come il coordinamento dei poteri della Bce con le misure di soluzione delle crisi e gli interventi di salvataggio, e occorrerà verificare sul campo, in termini di flussi informativi, scambio di risorse, adeguati assetti organizzativi, la reale volontà di tutti i paesi membri di creare quella rete tra centro e periferia alla quale facevo prima riferimento.

Ma il treno del trasferimento della sovranità dei controlli è ormai partito e sarà veramente difficile per i tanti interessi di parte e gelosie nazionali fermarlo in corsa.

(1) L'intervista di Michel Barnier al *Sole-24Ore* del 31 agosto 2012.

Come eleggere un vero Presidente europeo

08.11.2012

Pietro Manzini

Oggi, la scelta del presidente del Consiglio europeo è puramente intergovernativa, mentre il presidente della Commissione è eletto dal Parlamento europeo, senza però che i cittadini esprimano alcuna preferenza sui candidati. Come rendere il sistema più democratico e trasparente pur senza modificare i Trattati? Partendo da una legge elettorale per il Parlamento europeo uniforme per tutti gli Stati membri e dall'indicazione del candidato-presidente dei vari raggruppamenti politici prima delle elezioni. Un solo presidente dovrebbe poi ricoprire le due cariche attuali.

Le elezioni americane, appena concluse con la rielezione di **Barack Obama**, hanno mostrato nuovamente come una democrazia matura riesce a prendere decisioni al contempo efficienti e democratiche.

CONFRONTO UE-USA

Il sistema giuridico americano infatti prevede che il presidente sia dotato di poteri effettivi e adeguati al governo del paese e consente all'elettore di esprimere il proprio voto in maniera ben informata sulle caratteristiche personali e i programmi dei candidati, nonché di partecipare realmente alla elezione del presidente.

Nell'Unione europea, le cose stanno diversamente. L'"esecutivo europeo" si articola su due diversi organi. Da una parte, la **Commissione** – che costituisce l'apparato di elaborazione tecnica delle politiche e di controllo della loro effettiva esecuzione; dall'altro, il **Consiglio europeo** – composto dai capi di Stato e di governo dei paesi membri – che definisce gli orientamenti e le priorità politiche generali dell'Unione. I due organi hanno **due diversi presidenti** (oggi, José Manuel Barroso per la Commissione e Herman Van Rompuy per il Consiglio), entrambi non espressi direttamente dall'elettorato e, singolarmente presi, dotati di poteri inadeguati.

Eppure, è possibile delineare- a **costituzione invariata**, ossia senza la modifica dei trattati istitutivi - un metodo per giungere all'elezione di un presidente europeo che coniughi democrazia ed efficienza.

IL SISTEMA USA

Il sistema per l'elezione del presidente degli Stati Uniti è al tempo stesso semplice e artificioso. È semplice perché si fonda sulla volontà dei cittadini e perché consente loro di esprimersi tra due alternative politiche ben chiare. Tuttavia, è anche artificioso per almeno due caratteristiche.

In primo luogo, il Presidente non è direttamente eletto sulla base della maggioranza dei voti espressi dai cittadini, bensì in ragione della conquista della maggioranza assoluta dei 538 delegati statali, (ossia 270 delegati). **(1)**Ogni Stato esprime un contingente di delegati, il cui numero è degressivamente proporzionale al numero dei suoi residenti usuali (v. Tabella 1). Ciò comporta che gli Stati **più popolosi** sono rappresentati da un numero maggiore di delegati rispetto a quelli meno popolati, ma non in maniera proporzionata: più residenti ha lo Stato, più piccolo è il rapporto tra delegato e numero di elettori e viceversa. Ad esempio, lo Stato più popoloso, la California, con 55 delegati e circa 37 milioni di residenti ha un rapporto delegato/residenti pari a 1/672.727. Per contro, lo Stato meno popoloso, il Wyoming, con 3 delegati e 568mila residenti ha un rapporto delegato/residenti pari a 1/189.333. In sostanza, il voto degli abitanti del Wyoming "pesa" di più di quello degli abitanti della California.

In secondo luogo, i delegati statali non vengono attribuiti proporzionalmente ai voti raccolti in

ciascun Stato, bensì vale la regola *winner takes all*: chi ottiene la **maggioranza** dei suffragi popolari nello Stato, ottiene **tutti** i delegati di questo Stato. Ad esempio, se in California il candidato A ottiene il 50,1 per cento dei suffragi e il candidato B il 49,9 per cento, i 55 delegati della California sono attribuiti tutti ad A. Questa regola comporta che, in particolari circostanze, un candidato possa conquistare la maggioranza dei delegati conseguendo però un numero di suffragi inferiore al rivale. Ad esempio, nel 2000, Bush Jr. diventò presidente con 271 delegati contro i 266 di Gore, avendo però ottenuto una percentuale complessiva di votanti pari a 47,87 per cento, contro il 48,38 per cento del rivale.

Tabella 1. Numero di delegati presidenziali per ciascun Stato Usa

Stati Uniti	
Stati	Delegati
California	55
Texas	38
Florida	29
New York	29
Illinois	20
Pennsylvania	20
Ohio	18
Georgia	16
Michigan	16
North Carolina	15
New Jersey	14
Virginia	13
Washington	12
Arizona	11
Indiana	11
Massachusetts	11
Tennessee	11
Maryland	10
Minnesota	10
Missouri	10
Wisconsin	10
Alabama	9
Colorado	9
South Carolina	9
Kentucky	8
Louisiana	8
Connecticut	7
Oklahoma	7
Oregon	7
Arkansas	6
Iowa	6
Kansas	6
Mississippi	6
Nevada	6
Utah	6
Nebraska	5
New Mexico	5
West Virginia	5

Hawaii	4
Idaho	4
Maine	4
New Hampshire	4
Rhode Island	4
Alaska	3
Delaware	3
Montana	3
North Dakota	3
South Dakota	3
Vermont	3
Wyoming	3
Washington, D.C.	3
Totale	538

IL SISTEMA UE

Di tutt'altro genere, e assai **meno democratico**, è il sistema di individuazione dei presidenti dei due esecutivi europei.

L'elezione del presidente del Consiglio europeo è puramente **intergovernativa**: viene eletto a maggioranza qualificata dai membri del Consiglio steso, vale a dire i capi di Stato e di governo degli Stati membri e le candidature emergono informalmente e in modo non trasparente.

L'elezione del presidente della Commissione è solo leggermente più partecipata dagli elettori e più chiara nelle procedure. Il candidato presidente della Commissione viene proposto al **Parlamento** dal Consiglio europeo, "tenendo conto del risultato delle elezioni". Per essere eletto, il candidato deve ottenere la maggioranza dei voti dei membri che compongono il Parlamento europeo. L'elezione del presidente della Commissione ha dunque un rapporto con l'esito politico del voto per il Parlamento. Tuttavia, i cittadini europei non votano conoscendo il nome del candidato presidente dei diversi partiti e dunque non esprimono alcuna scelta sul possibile presidente della Commissione. Inoltre, il risultato delle elezioni europee è politicamente distorto dal fatto che ogni corpo elettorale nazionale elegge il proprio contingente di parlamentari europei secondo le proprie **leggi elettorali nazionali**.

CAMBIARE SENZA MODIFICARE I TRATTATI

Anche nel sistema UE gli Stati esprimono **contingenti nazionali** in uno dei rami del legislativo, ossia al Parlamento europeo. La tabella 2 illustra la dimensione degli attuali contingenti. Anche nel sistema UE la rappresentanza degli Stati è degressivamente proporzionale al numero degli abitanti. La Germania, con circa 82 milioni di abitanti, è rappresentata da 99 parlamentari; il suo rapporto parlamentare/n. elettore è pertanto pari a 1/828.282. Malta, con circa 519mila abitanti e 6 deputati europei, esprime invece un rapporto parlamentare/n. elettori pari a 1/86.166. Dunque anche nell'Unione, il peso elettorale dei residenti dei paesi piccoli è maggiore di quello dei residenti dei paesi grandi.

Tabella 2. Contingenti nazionali presso il Parlamento europeo

Unione Europea	
Stati	Membri del Parlamento
Germania	99
Francia	74
Italia	73
Regno Unito	73
Spagna	54
Polonia	51
Romania	33
Paesi Bassi	26
Belgio	22
Repubblica Ceca	22
Grecia	22
Ungheria	22
Portogallo	22
Svezia	20
Austria	19
Bulgaria	18
Finlandia	13
Danimarca	13
Slovacchia	13
Irlanda	12
Lituania	12
Lettonia	9
Slovenia	8
Cipro	6
Estonia	6
Lussemburgo	6
Malta	6
Totale	754

Una possibile riforma, ispirata al sistema Usa, consisterebbe nel trasformare i contingenti nazionali al Parlamento europeo in contingenti di delegati nazionali e di eleggere (ad esempio) il presidente della Commissione sulla base di una procedura analoga a quella statunitense. Non ci pare però che sia un'idea politicamente percorribile: l'Europa è infatti aliena a un sistema del tipo *winner takes all*, per effetto del quale tutti i delegati sono conquistati da chi ottiene anche una risicata maggioranza in termini di voti. Inoltre, in applicazione di tale regola, proprio come accade negli Stati Uniti, il voto di uno o più Stati potrebbe risultare del tutto irrilevante per l'elezione. Si consideri infatti che per conquistare la maggioranza di 378 rappresentanti ($=754/2+1$) al candidato presidente europeo basterebbe ottenere (anche tramite risicata maggioranza) i rappresentanti dei **cinque paesi maggiori**(Germania, Francia, Italia, Regno Unito e Spagna) più un paese piccolo da 6 rappresentanti. Il peso dei rappresentanti dei restanti 21 Stati membri sarebbe a quel punto irrilevante: una conseguenza evidentemente non accettabile in Europa.

Una riforma alternativa -agevole dal punto di vista giuridico- sarebbe elaborare una legge elettorale per il Parlamento europeo **uniforme** per tutti gli Stati membri. Ciò non sarebbe in contrasto con i trattati UE, bensì in attuazione degli stessi (art. 223 Tfeue). La legge dovrebbe obbligare i raggruppamenti politici a indicare – prima delle elezioni – il loro **candidato presidente** alla Commissione. Agli elettori europei sarebbe a quel punto data la possibilità di votare, non in base a

logiche nazionali e nell'ignoranza delle future alchimie parlamentari, ma in ragione della personalità del candidato e dei suoi programmi per l'Europa.

A sua volta, il Consiglio europeo –dovendo in virtù del trattato “tener conto del risultato delle elezioni” – dovrebbe candidare, quale presidente della Commissione, colui che ha ottenuto il maggior numero di voti nelle elezioni europee. In tal modo, ciascun Stato membro contribuirebbe proporzionalmente al suo contingente nazionale all'individuazione, oltre che delle maggioranze e minoranze parlamentari, anche del candidato più votato e il presidente della Commissione sarebbe indicato direttamente dal voto popolare.

Infine, sempre senza modificare i trattati, il Consiglio europeo potrebbe decidere di eleggere, quale suo presidente, colui che è stato eletto presidente della Commissione: nulla infatti impedisce che il presidente del Consiglio sia anche il presidente della Commissione. In tal modo il presidente eletto dai cittadini assumerebbe sotto un “doppio cappello” un notevole numero di **poteri esecutivi** che renderebbero la sua azione unitaria e molto efficace.

Queste suggestioni incontrerebbero sicuramente l'opposizione politica dei numerosi Stati, timorosi di confrontarsi con un interlocutore europeo forte di un mandato democratico. Ma in tempi in cui si parla di “super commissario” con potere di intervento sui bilanci nazionali degli Stati, confrontarsi con le regole della democrazia non è più un'opzione.

Se un uomo non sa verso quale porto è diretto, nessun vento gli è favorevole. **(2)**

(1) Il numero è formato sulla base del numero complessivo di rappresentanti degli Stati federati al Congresso: 100 senatori + 435 deputati + 3 tre rappresentanti del distretto di Columbia = 538.

(2) Frase attribuita a Seneca.

Così l'Europa regola le agenzie di rating

18.01.2013

Andrea Resti

Il Parlamento europeo ha approvato un regolamento sui rating che finirà per peggiorare i problemi di credibilità del settore. Gli emittenti – ovvero gli Stati sovrani – si intromettono apertamente nell'attività delle agenzie, limitandone la libertà di espressione sia nei tempi sia nei contenuti.

UN REGOLAMENTO SBAGLIATO

Il regolamento approvato dal **Parlamento europeo** in materia di **rating** può rappresentare un importante strumento per incidere sui problemi di credibilità del settore. Peggiorandoli. Era difficile riuscire a dare una risposta sbagliata a tutte le principali critiche rivolte alle agenzie, ma il legislatore di Strasburgo è riuscito nella rimarchevole impresa. Vediamo perché.

Alle agenzie è stata talvolta rimproverata la mancanza di **tempestività**: mentre le azioni di questo o quell'emittente andavano a picco e il prezzo dei suoi *credit default swap* (assicurazioni contro il rischio di insolvenza) saliva alle stelle, i signori del rating guardavano le carte, valutavano il pro e il contro, ritoccavano in misura limitata i propri giudizi, per paura di fornire al mercato un segnale sbagliato (come una bocciatura che avrebbe potuto spingere nel baratro anche imprese relativamente sane).

Cosa fa il regolamento per rendere le agenzie più dinamiche? Escogita un grottesco “**calendario**” a cui ancorare le loro decisioni. Alla fine di ogni anno, infatti, dovranno decidere le tre date in cui, nei dodici mesi successivi, potranno comunicare al mercato i propri giudizi sui **bond** governativi. Se sono fortunate, quelle date coincideranno con le crisi di governo, le elezioni anticipate, gli incidenti nucleari e le altre occasioni in cui gli investitori desiderano essere aggiornati sul livello di rischio dei titoli. Se invece non mettono in agenda la data giusta, resteranno mute mentre gli investitori provvederanno autonomamente a farsi un'opinione, magari consultandosi con la portinaia (sempre che non venga vietato in qualche circolare attuativa). La regola è talmente assurda che persino a Strasburgo se ne sono accorti e l'hanno ammorbidita: le agenzie potranno eccezionalmente togliersi il bavaglio se necessario, ma dovranno produrre una **giustificazione scritta**. E magari venire accompagnate dai genitori.

COME SI SOSTITUISCE IL RATING?

Le agenzie, si dice inoltre, sono opache. Promuovono, declassano, confermano: ma perché? Sulla base di quali fatti, ragionamenti, criteri? La normativa comunitaria in passato è venuta incontro a queste preoccupazioni, chiedendo alle società di rating di spiegare con **trasparenza** le proprie metodologie e decisioni. Ora il Parlamento ci ripensa e vieta di corredare le valutazioni sugli Stati sovrani con **raccomandazioni** di politica economica ai governi interessati. Sarà dunque un po' più difficile, ad esempio, scrivere che un paese viene declassato perché ha un disavanzo eccessivo, visto che sarebbe un implicito invito a ridurre il deficit. Per paura di complicazioni legali, le agenzie si terranno sul vago. Tipo: togliamo la tripla A agli Stati Uniti, perché non ci piace la loro cravatta. Ancora: gli analisti del rating sono stati accusati di essere eccessivamente sensibili ai desiderata degli **emittenti** (che pagano per essere valutati). Il regolamento, al riguardo, segna un salto di qualità, ma nella direzione sbagliata. Gli Stati sovrani, infatti, cioè gli emittenti quantitativamente più importanti per i mercati e per il risparmio delle famiglie, scelgono di intromettersi apertamente nell'attività delle agenzie, limitandone la libertà di espressione sia nei tempi che nei contenuti. Se l'obiettivo era quello di mettere il giudice a distanza di sicurezza dal giudicato, non pare raggiunto. Il vero problema del rating risiede probabilmente nel fatto che negli ultimi decenni i legislatori,

compreso quello comunitario, gli hanno dato **valenza regolamentare** in numerosi provvedimenti. Legando, ad esempio, al rating la quantità di capitale o di titoli liquidi che le banche devono detenere per essere considerate sicure. La libera opinione di un'analista si è così caricata di implicazioni diverse, diventando una sorta di "patente" per risparmiare patrimonio e accrescere gli utili. Sul punto, l'autocritica di Strasburgo è piuttosto timida. L'Unione Europea si impegna a eliminare dalle proprie normative qualunque riferimento all'utilizzo "esclusivo e meccanico" dei rating, ma prende tempo fino al **2020** per inventarsi qualcosa con cui sostituire i vituperati giudizi delle agenzie. Ammettendo così che fare a meno del rating – anche per i legislatori – non è facile. Sostituirlo con le valutazioni interne delle banche (non sempre disinteressate) o con i volubili entusiasmi delle quotazioni di borsa sarebbe una decisione avventata. Così avventata che persino a Strasburgo devono essersene accorti.

L'Euro, un imputato innocente

24.04.2013

Livio Stracca

Il Parlamento europeo ha approvato un regolamento sui rating che finirà per peggiorare i problemi di credibilità del settore. Gli emittenti – ovvero gli Stati sovrani – si intromettono apertamente nell'attività delle agenzie, limitandone la libertà di espressione sia nei tempi sia nei contenuti.

UN REGOLAMENTO SBAGLIATO

Il regolamento approvato dal **Parlamento europeo** in materia di **rating** può rappresentare un importante strumento per incidere sui problemi di credibilità del settore. Peggiorandoli. Era difficile riuscire a dare una risposta sbagliata a tutte le principali critiche rivolte alle agenzie, ma il legislatore di Strasburgo è riuscito nella rimarchevole impresa. Vediamo perché.

Alle agenzie è stata talvolta rimproverata la mancanza di **tempestività**: mentre le azioni di questo o quell'emittente andavano a picco e il prezzo dei suoi *credit default swap* (assicurazioni contro il rischio di insolvenza) saliva alle stelle, i signori del rating guardavano le carte, valutavano il pro e il contro, ritoccavano in misura limitata i propri giudizi, per paura di fornire al mercato un segnale sbagliato (come una bocciatura che avrebbe potuto spingere nel baratro anche imprese relativamente sane).

Cosa fa il regolamento per rendere le agenzie più dinamiche? Escogita un grottesco “**calendario**” a cui ancorare le loro decisioni. Alla fine di ogni anno, infatti, dovranno decidere le tre date in cui, nei dodici mesi successivi, potranno comunicare al mercato i propri giudizi sui **bond** governativi. Se sono fortunate, quelle date coincideranno con le crisi di governo, le elezioni anticipate, gli incidenti nucleari e le altre occasioni in cui gli investitori desiderano essere aggiornati sul livello di rischio dei titoli. Se invece non mettono in agenda la data giusta, resteranno mute mentre gli investitori provvederanno autonomamente a farsi un'opinione, magari consultandosi con la portinaia (sempre che non venga vietato in qualche circolare attuativa). La regola è talmente assurda che persino a Strasburgo se ne sono accorti e l'hanno ammorbidita: le agenzie potranno eccezionalmente togliersi il bavaglio se necessario, ma dovranno produrre una **giustificazione scritta**. E magari venire accompagnate dai genitori.

COME SI SOSTITUISCE IL RATING?

Le agenzie, si dice inoltre, sono opache. Promuovono, declassano, confermano: ma perché? Sulla base di quali fatti, ragionamenti, criteri? La normativa comunitaria in passato è venuta incontro a queste preoccupazioni, chiedendo alle società di rating di spiegare con **trasparenza** le proprie metodologie e decisioni. Ora il Parlamento ci ripensa e vieta di corredare le valutazioni sugli Stati sovrani con **raccomandazioni** di politica economica ai governi interessati. Sarà dunque un po' più difficile, ad esempio, scrivere che un paese viene declassato perché ha un disavanzo eccessivo, visto che sarebbe un implicito invito a ridurre il deficit. Per paura di complicazioni legali, le agenzie si terranno sul vago. Tipo: togliamo la tripla A agli Stati Uniti, perché non ci piace la loro cravatta. Ancora: gli analisti del rating sono stati accusati di essere eccessivamente sensibili ai desiderata degli **emittenti** (che pagano per essere valutati). Il regolamento, al riguardo, segna un salto di qualità, ma nella direzione sbagliata. Gli Stati sovrani, infatti, cioè gli emittenti quantitativamente più importanti per i mercati e per il risparmio delle famiglie, scelgono di intromettersi apertamente nell'attività delle agenzie, limitandone la libertà di espressione sia nei tempi che nei contenuti. Se l'obiettivo era quello di mettere il giudice a distanza di sicurezza dal giudicato, non pare raggiunto. Il vero problema del rating risiede probabilmente nel fatto che negli ultimi decenni i legislatori,

compreso quello comunitario, gli hanno dato **valenza regolamentare** in numerosi provvedimenti. Legando, ad esempio, al rating la quantità di capitale o di titoli liquidi che le banche devono detenere per essere considerate sicure. La libera opinione di un'analista si è così caricata di implicazioni diverse, diventando una sorta di "patente" per risparmiare patrimonio e accrescere gli utili. Sul punto, l'autocritica di Strasburgo è piuttosto timida. L'Unione Europea si impegna a eliminare dalle proprie normative qualunque riferimento all'utilizzo "esclusivo e meccanico" dei rating, ma prende tempo fino al **2020** per inventarsi qualcosa con cui sostituire i vituperati giudizi delle agenzie. Ammettendo così che fare a meno del rating – anche per i legislatori – non è facile. Sostituirlo con le valutazioni interne delle banche (non sempre disinteressate) o con i volubili entusiasmi delle quotazioni di borsa sarebbe una decisione avventata. Così avventata che persino a Strasburgo devono essersene accorti.