

Ignazio Visco*

Commento su “ Il fallimento degli Stati sovrani nell’Unione Europea: una prospettiva comparata.” di Leszek Balcerowicz, Lectio Marco Minghetti 2010, Istituto Bruno Leoni, Roma, 26 ottobre 2010

A più di tre anni dal manifestarsi degli eccessi finanziari e dei fallimenti della regolazione che hanno scatenato una crisi economica globale seconda solo a quella degli anni Trenta, le conseguenze di questi avvenimenti devono ancora essere pienamente comprese e, soprattutto, adeguatamente affrontate. Dopo la Grande Recessione del 2008-2009, permane una serie di rischi connessi con la possibilità che si ripresentino squilibri su scala globale, con il dissesto che ciò comporterebbe nei mercati valutari, e con l’enorme accumulo di debito pubblico nelle economie avanzate. Questo potrebbe a sua volta portare a un aumento dei costi di indebitamento e ulteriore instabilità qualora i mercati finanziari dovessero iniziare a nutrire preoccupazioni in merito alla sostenibilità del debito. I due rischi sono interconnessi e sono tema di discussione sia nell’ambito del G20, sia in altre sedi. In effetti, già quest’anno in alcuni paesi, in particolare nell’area dell’euro, si sono palesati gravi esempi di insostenibilità del debito sovrano e nel dibattito interno all’Unione Europea si sono ripresentate questioni quali i meccanismi di risoluzione del debito e il disegno delle regole in ambito fiscale. Tali questioni sono l’argomento affrontato dall’interessante lezione di Leszek Balcerowicz. Nelle pagine seguenti le affronterò nell’ordine.

I meccanismi di risoluzione delle situazioni di insostenibilità del debito sovrano

Aniché concentrarsi sulla consueta distinzione tra mancanza di liquidità e insolvenza che può contraddistinguere i casi di insostenibilità del debito, la lezione di Balcerowicz evidenzia il fatto che è più probabile che il *default* di uno Stato sovrano derivi dalla mancanza di volontà, piuttosto che dall’incapacità, di ripagare un debito che si è accumulato nel corso del tempo. Si tratta di un punto di partenza decisamente ragionevole, giacché è estremamente probabile che, qualora le riforme strutturali o gli interventi macroeconomici necessari per riportare un paese in condizioni di solvibilità non siano attuati, ciò non sia dovuto all’impossibilità di agire in tal senso, bensì al fatto che tali riforme sono ritenute indesiderabili (nel senso che il debitore sovrano preferisce non assumersi per intero gli oneri degli interventi richiesti), oppure sono inattuabili dal punto di vista sociale e politico (nel senso che il governo potrebbe non essere in grado di approvare per via legislativa e mettere concretamente in atto il pacchetto di riforme). Indubbiamente, uno Stato è cosa diversa da una impresa. Laddove quest’ultima è obbligata a dichiarare fallimento qualora non disponga di risorse sufficienti a soddisfare i propri creditori, uno Stato può scegliere di non adempiere ai propri obblighi anche se, in via di principio, potrebbe sempre trovare il modo di onorare i propri debiti, tagliando la spesa pubblica e/o aumentando il gettito fiscale.

Per quanto concerne la desiderabilità di un *default* occorre, tuttavia, rilevare che – come ha recentemente sottolineato il Fondo Monetario Internazionale¹ – tale strumento non costituisce un agevole sostituto di un doloroso intervento in ambito fiscale. Infatti, quando la posizione di partenza di un paese a rischio di *default* consiste in un disavanzo primario di bilancio, si rendono comunque necessarie misure tali da portare il saldo primario in attivo, in quanto dopo il *default* sarebbe probabilmente assai difficile per il paese in questione ottenere ulteriori prestiti. Questa, in effetti, potrebbe essere la situazione di diverse economie avanzate per le quali gli interessi sul debito non costituiscono la componente principale del deficit.

Concordo con Balcerowicz nel ritenere che l’approccio normalmente utilizzato (per il quale il processo decisionale di un paese sovrano in situazione di insostenibilità del debito viene equiparato

* Vice Direttore Generale della Banca d’Italia. La responsabilità delle opinioni espresse in questo intervento è interamente mia. Ringrazio Raffaella Giordano per gli utili suggerimenti.

¹ Cottarelli, Forni, Gottschalk e Mauro (2010)

a quello di un benevolo pianificatore sociale intento a massimizzare il benessere sociale in un orizzonte temporale infinito) non è particolarmente utile. Le possibili diverse strategie per risolvere una situazione di debito elevato comportano differenti conseguenze dal punto di vista redistributivo e i gruppi sociali hanno sovente interessi economici contrastanti riguardo alle politiche da perseguire per uscire da una crisi debitoria. Le scelte fatte dai governi per fare fronte a un debito pubblico particolarmente elevato possono quindi essere spiegate più adeguatamente se esaminate dal punto di vista della *political economy*: gli interessi specifici e la forza politica dei diversi gruppi di riferimento possono pesare in modo considerevole nelle scelte in questione.

Questo criterio può inoltre contribuire a spiegare un fenomeno ripetutamente osservato in passato, vale a dire come la propensione a fare *default* sia maggiore in alcuni paesi più che in altri.² Per non menzionare che un esempio, dal 1980 a oggi l'Argentina è incorsa in tale situazione ben tre volte. Per giunta, la gran parte degli episodi di inadempienza agli obblighi di debitore in paesi particolarmente propensi al *default* si sono verificati a un livello di debito che oggi considereremmo relativamente moderato. Sul finire del 2001, ad esempio, quando l'Argentina dichiarò un *default* su gran parte del proprio debito, il rapporto debito pubblico-PIL era appena superiore al 50 per cento (anche se 15 punti percentuali più alto rispetto a tre anni prima e di ben 90 punti inferiore al livello che avrebbe raggiunto di lì a un anno, dopo l'abbandono della parità del peso con il dollaro). Viceversa, vi sono paesi in grado di sostenere livelli di indebitamento decisamente maggiori. Un esempio notevole è il Giappone, il cui debito pubblico ha recentemente raggiunto il livello del 220 per cento del PIL senza che ciò provocasse rilevanti tensioni nei mercati.

Svariati autori hanno sostenuto che il livello di intolleranza al debito dipende in ultima analisi dalla qualità delle istituzioni di un paese. In particolare, il fallimento sovrano rappresenta spesso l'esito di una lotta politica tra diversi gruppi di cittadini e ha una maggiore probabilità di verificarsi se i creditori interni sono politicamente deboli e il prezzo politico del disordine normalmente causato da un fallimento sovrano è ridotto. Peraltro, è più probabile che tali condizioni sussistano in paesi nei quali non esiste una classe media politicamente forte e/o una Banca centrale dotata di sufficiente indipendenza.³ Come osservato da Balcerowicz, in un mondo contraddistinto dalla liberalizzazione del settore finanziario la tradizionale distinzione tra debito interno e debito estero può risultare meno utile che in passato al fine di spiegare la disponibilità di uno Stato a fare fronte ai propri obblighi debitori. Sebbene nel caso della Russia (1998) e dell'Argentina (2001) la distribuzione del debito pubblico tra detentori nazionali e stranieri abbia certamente fatto sentire il suo peso, facendo sì che le autorità concedessero un trattamento migliore ai creditori interni, nel caso della Turchia (sempre nel 2001) il *default* non è stato preso in considerazione e il governo ha preso provvedimenti che hanno permesso di continuare il servizio del debito sia nei confronti dei debitori nazionali che di quelli stranieri.

È il caso di osservare che, in virtù dell'integrazione dei mercati finanziari, la percentuale di debito nelle mani di creditori non nazionali è cresciuta considerevolmente in tutti i paesi europei. Tuttavia, in tali circostanze, non ha importanza solo la composizione dei creditori, ma bisogna prendere in considerazione anche altre caratteristiche del debito pubblico. Ad esempio, se la vita media del debito pubblico è sufficientemente elevata, il *default* può essere evitato anche per un paese che registri un notevole aumento degli spread sul rendimento dei suoi titoli di Stato. Il costo medio dell'indebitamento muterebbe lentamente, concedendo al paese in questione abbastanza tempo da poter convincere il mercato della sua solvibilità. Si può discutere sul fatto che l'esistenza di meccanismi alternativi di risoluzione del debito sovrano possa creare un diverso tipo di incentivi ex ante, influenzando così il comportamento dei debitori sovrani e dei loro creditori. La lezione di Balcerowicz esamina a fondo i pro e i contro del Meccanismo di Ristrutturazione del Debito Sovrano (SDRM, nell'acronimo inglese), ossia di un meccanismo di risoluzione del debito proposto

² Cfr. Reinhart, Rogoff e Savastano (2003)

³ Cfr. Giordano e Tommasino (2009)

nel 2001 da Anne Krueger, all'epoca Primo Deputy-Managing Director del Fondo Monetario Internazionale, ma mai adottato.

Balcerowicz conclude che il SDRM è funzionalmente equivalente ai meccanismi di risoluzione del debito attualmente esistenti e afferma che dovremmo riporre maggiore fiducia nel funzionamento delle "soluzioni pure di mercato". Egli sembra, tuttavia, accettare l'idea che, giacché il SDRM è un meccanismo maggiormente favorevole al debitore, esso possa stimolare una maggiore disciplina fiscale, rafforzando la funzione di "campanello d'allarme" dei mercati finanziari. Io credo che questo non sia un aspetto secondario: la chiave di un efficiente criterio per la prevenzione di situazioni di insostenibilità del debito sovrano sta nel rafforzamento delle pressioni da parte del mercato, rendendone tuttavia l'azione più graduale di quanto oggi non sia. Un esempio è fornito dalla crisi greca. Nel 2007 lo spread tra i buoni decennali del Tesoro greci e tedeschi era inferiore a 30 punti base. Verso la fine del 2008, dopo il fallimento di Lehman Brothers, tale valore era cresciuto fino a 150 punti base, per poi oscillare tra i 100 e i 250 punti fino all'inizio di quest'anno e quindi salire all'improvviso, per superare nell'estate i 900 punti base e solo nelle ultime settimane assestarsi su un valore di poco inferiore ai 700 punti.

Ovviamente, qualsiasi riforma istituzionale che imponga ai governi una maggiore sensibilità ai segnali di allarme provenienti dai mercati finanziari è da accogliere con favore. Con il Patto di Stabilità e Crescita l'Unione Europea ha deciso di avvalersi di regole di bilancio anziché dei vincoli imposti dal mercato, ritenuti inefficaci e lenti quanto alla loro capacità di imporre una maggiore disciplina fiscale. Fin dal 1989 la Commissione Delors aveva osservato che: «i vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti».⁴ Un solido quadro di riferimento per le politiche di bilancio può migliorare, nel tempo, il coordinamento delle politiche, grazie all'eliminazione dell'intrinseca propensione all'eccesso di spesa che di solito caratterizza i governi democraticamente eletti. Un quadro di riferimento di medio periodo per le politiche di bilancio è particolarmente importante, specialmente nella situazione attuale, che richiede piani credibili in grado di "ancorare" le aspettative degli osservatori e, al tempo stesso, un certo grado di flessibilità in sede di attuazione così da non ostacolare la crescita economica. Da queste considerazioni, tuttavia, non consegue che le forze di mercato debbano necessariamente agire ex post e che i mercati continuino ad essere «troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti». Bisogna rafforzare, come ho detto, la capacità del mercato di esercitare una pressione "graduata". A tale scopo ritengo che disporre di procedure predefinite per la ristrutturazione del debito e di un quadro di gestione delle crisi ben disegnato possa essere di notevole aiuto. Il *default* è certamente «inutile, indesiderabile e improbabile», come afferma Cottarelli (in Cottarelli et al. 2010). Tuttavia, non solo occorre essere pronti nel caso in cui tale eventualità dovesse verificarsi, ma è altresì necessario poter contare su istituzioni in grado di trasmettere ai mercati il messaggio che un *default* è effettivamente possibile.

La crisi del debito sovrano e il contesto istituzionale nella UE

Concordo con la tesi secondo la quale il fattore più importante è, in definitiva, rappresentato dall'aver «un'ampia rappresentanza di elettori più attenti alla sostenibilità dei conti pubblici». Ma come possiamo raggiungere questo obiettivo? In linea di principio, costruendo un ampio consenso in merito ai vantaggi della disciplina di bilancio potremmo indurre gli elettori a punire i politici che non la perseguono. Chiedere all'elettorato di accettare un pacchetto di consolidamento fiscale senza averlo convinto dei vantaggi che ne deriverebbero non è cosa semplice. Tuttavia regole fiscali ben disegnate, stabili e di agevole applicazione possono contribuire a far nascere un consenso in favore di politiche volte alla sostenibilità dei conti pubblici.

Nella seconda parte della sua lezione Leszek Balcerowicz si concentra sui problemi del debito sovrano nell'Unione Europea, analizzandone tre aspetti principali: (i) la gestione della crisi greca,

⁴ Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), p. 20.

(ii) lo sviluppo in Europa di un meccanismo di risoluzione delle crisi debitorie a seguito degli avvenimenti occorsi in Grecia e (iii) soluzioni di lungo periodo per la stabilità dell'area dell'euro

Secondo Balcerowicz, nella UE si è affermato un diverso metro di misura tra i paesi appartenenti all'area dell'euro e quelli che non ne fanno parte. La precarietà della situazione dei conti pubblici di alcuni paesi dell'eurozona ha fatto insorgere timori di un possibile contagio. Dopo un lungo dibattito e un considerevole ritardo, è stata finalmente accettata la possibilità di un intervento del FMI. Per i paesi non appartenenti all'area dell'euro, per i quali il rischio di contagio era relativamente modesto, l'applicazione di prestiti condizionati da parte del Fondo Monetario Internazionale non ha suscitato controversie. Per i paesi dell'area dell'euro, come nel caso della Grecia, non sarebbe mai stato invece discusso un set completo di opzioni di intervento; alcune di esse, sostanzialmente per motivi di prestigio, non sarebbero mai state neppure prese in considerazione.

Per quanto riguarda il secondo punto, Balcerowicz sostiene che il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (EFSM) è in contrasto con l'articolo 122.2 del Trattato CE. Egli, inoltre, critica il programma di acquisto da parte della Banca Centrale Europea di titoli di debito emessi da controparti dell'area dell'euro (Securities Market Programme), paventando una possibile minaccia alla reputazione di questa istituzione. Infine, analizzando le possibili soluzioni di lungo periodo, Balcerowicz sollecita la creazione di un idoneo quadro istituzionale in grado di prevenire l'attuazione di politiche pro-cicliche. Sarebbero comunque utili riforme strutturali volte a stimolare la crescita nel lungo periodo e favorire l'adattamento dell'economia ad eventuali shock.

È estremamente arduo valutare un singolo articolo del Trattato fuori dal suo contesto. La compatibilità dell'EFSM con la lettera dell'Articolo 122.2 può essere dibattuta, ma è evidente che l'EFSM è conforme allo spirito del Trattato stesso, in considerazione dell'importanza del corretto funzionamento dell'Unione Europea e della sua stessa esistenza. Nei primi mesi di quest'anno non era affatto da escludere che una crisi debitoria nell'area dell'euro avrebbe potuto innescare una crisi più generale capace di coinvolgere altri paesi.

Qualora una crisi di bilancia dei pagamenti dovesse colpire uno Stato membro, l'Articolo 143 del Trattato governa le condizioni di assistenza reciproca. L'Ungheria ha ricevuto un sostegno proprio su tale base. Nel contesto di crisi economiche e finanziarie con ripercussioni sul debito sovrano, però, si è registrata l'assenza di un analogo meccanismo. Il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF), istituito a giugno dall'Ecofin, colma questa lacuna. La crisi ha evidenziato che, in caso di una gestione lenta e condizionata da pressioni politiche, sia nei paesi che ricevono assistenza finanziaria sia in quelli che la offrono, i costi per l'economia possono crescere rapidamente. La necessità di istituire procedure ben disegnate al fine di offrire un'assistenza finanziaria temporanea sotto condizioni chiare e vincolanti è oggi più chiara. L'EFSF rappresenta un importante passo in tale direzione.

Allo scopo di assicurare un programma compatibile con gli incentivi più adeguati, l'istituzione dell'EFSF si è affiancata al tentativo di rafforzare il coordinamento delle politiche nell'ambito della UE. La crisi ha confermato che le ragioni che sottendono l'introduzione delle regole di bilancio a livello di unione monetaria europea (esternalità prodotte da deficit e debito, pressioni a favore di salvataggi, azzardo morale nelle politiche pubbliche) sono ancora rilevanti, giacché l'esistenza di regole a livello nazionale e l'azione di disciplina svolta dai mercati finanziari non portano necessariamente ad adottare sane politiche di bilancio. La presenza in ambito UE di regole di bilancio è quindi giustificata e le regole esistenti vanno rafforzate. Secondo la proposta avanzata dalla Commissione Europea alla fine di settembre il rispetto delle regole e dei principi del Patto di Stabilità e Crescita verrebbe rafforzato accelerando la Procedura per i disavanzi eccessivi e assegnando maggiore importanza al debito pubblico e ai criteri di sostenibilità. Una più ampia vigilanza sugli andamenti macroeconomici e della competitività nei paesi dell'area dell'euro renderebbe anche possibile prestare maggiore attenzione agli aspetti strutturali. Il coinvolgimento della UE in una più ampia sorveglianza ex ante degli andamenti economici e di bilancio si fonda sull'assunto che la prevenzione costituisce la cura migliore. Le sanzioni possono svolgere un ruolo

per attenuare la convenienza relativa di politiche di bilancio troppo generose, mentre un sistema di “peer review” dei bilanci nazionali potrebbe rivelare eventuali incoerenze e squilibri incipienti già a uno stadio iniziale.

Anche la task force Van Rompuy renderà pubbliche tra breve tempo alcune proposte particolareggiate. È importante che il Consiglio Europeo valuti rapidamente tali proposte, insieme a quelle avanzate dalla Commissione, e giunga a una decisione che venga alle prese con i due principali punti deboli del Patto di Stabilità e Crescita (sia nella versione del 1997, sia nella revisione del 2005): (i) l’assenza di incentivi e sanzioni per garantire un comportamento corretto delle autorità di bilancio in periodi di prosperità e (ii) la mancanza di un soggetto autonomo in grado di imporre le regole della UE. Le sanzioni sono state finora una via alquanto incerta, in quanto gli Stati membri del Consiglio della UE sono tenuti a imporre eventuali ammende per il tramite di lunghe procedure contraddistinte da una serie di momenti discrezionali che possono sfociare in sanzioni pecuniarie teoricamente consistenti quanto improbabili. Riforme quali la costituzione di depositi fruttiferi e l’istituzione del semestre europeo mirano ad affrontare il primo problema. Un maggiore automatismo delle procedure, la riduzione dei fondi concessi dall’Unione Europea ed eventualmente la perdita del diritto di voto contribuirebbero a rispondere al secondo. Anche le regole e le procedure di bilancio a livello nazionale possono contribuire a perseguire il consolidamento fiscale e ad ancorare le attese in tale ambito. La riforma del quadro di bilancio tedesco attuata nel 2009 ha stabilito un importante *benchmark*.⁵ Altri paesi potrebbero decidere di assegnare un ruolo maggiore alle norme relative alla spesa e ad autorità di bilancio indipendenti.

Per quanto concerne le proposte avanzate al fine di rendere operativo il criterio relativo al debito, il suggerimento della Commissione di consentire l’avvio della Procedura per i disavanzi eccessivi anche nei casi di una riduzione del debito di entità insufficiente (misurata rispetto alla riduzione annuale di un ventesimo dell’ammontare di debito superiore allo standard di riferimento – pari a un rapporto debito-PIL del 60 per cento – nell’arco di un triennio) è stato apprezzato tanto per la sua semplicità quanto per l’automatismo. Vi è chi sostiene che la traduzione in pratica del principio del debito è «elegante, ma l’orizzonte è troppo breve», sebbene questa «via per aggirare l’insensatezza del 60 per cento sia indubbiamente ingegnosa». ⁶ Non vi è dubbio, tuttavia, che una continua e progressiva riduzione degli altissimi livelli di debito attuali nell’arco del ciclo economico sia assolutamente necessaria. Debiti di tale entità rappresentano un enorme limite alle possibilità di adattamento delle nostre economie, particolarmente nel caso di shock che potrebbero avere conseguenze irreversibili (a causa della mancanza di volontà o dell’impraticabilità, per motivi socio-politici, di ripagare il debito descritte da Balcerowicz). Da questo punto di vista, sembra al momento irrilevante (e, alla luce della lettera del Trattato, impossibile) mettere in dubbio lo standard di riferimento, così come la velocità del processo di convergenza, quand’anche fossimo disposti ad ammettere che «la durata del ciclo economico supera, di norma, i tre anni». ⁷

Il dibattito in merito al modo in cui fare fronte all’accumulo di debito pubblico successivamente alla crisi ha prodotto, tra l’altro, alcune proposte miranti a far sì che i paesi europei mettano in comune il proprio debito, almeno fino a un determinato livello (pari al 60 per cento del PIL)⁸ o, in alternativa, depositino in un fondo operante nel mercato (ed eventualmente finanziato con un prelievo sulle transazioni finanziarie) la parte del proprio debito legata direttamente al salvataggio del sistema finanziario (proposta che, in questo caso, non si limiterebbe alla UE)⁹. Entrambe le proposte sono interessanti e in grado di migliorare la liquidità del mercato. La prima mirerebbe direttamente a ridurre l’onere del debito, la seconda a compensare le conseguenze negative dell’accumulazione del debito legata alla crisi finanziaria. Le due proposte, tuttavia, lasciano

⁵ Si veda Franco e Zotteri (2010).

⁶ Wyplosz (2010).

⁷ Ibidem.

⁸ Cfr. Delpia e Von Weizsacker (2010).

⁹ V. Visco (2010) e, per una proposta analoga che contempla il trasferimento di tale eccesso di debito ad una istituzione internazionale quale il FMI, Savona (2010).

irrisolte alcune importanti questioni. Per non menzionarne che un paio: (i) potrebbe essere difficile raggiungere un consenso sulla definizione della parte di debito da mettere in comune e (ii) i paesi contraddistinti da un debito sostanzialmente superiore a tale frazione potrebbero dovere affrontare un problema di liquidità sui mercati obbligazionari. Per giunta queste proposte porrebbero qualche problema in termini di incentivi alla partecipazione per i paesi con un debito pubblico relativamente basso e una maggiore credibilità (ad esempio la Germania) e per quelli con una frazione relativamente esigua di debito direttamente connesso al salvataggio del sistema finanziario (ad esempio l'Italia). Più in generale, questi piani comportano un certo grado di sussidi incrociati dei quali è complicato determinare il prezzo, anche se, nel caso del fondo comune, i profitti della sua gestione potrebbero venire destinati a compensare progressivamente il contributo dei diversi paesi.

Dovremmo renderci comunque conto che la debolezza della situazione delle finanze pubbliche non rappresenta l'unica origine delle tensioni relative al debito sovrano. Nel 2007 l'Irlanda e la Spagna hanno registrato un attivo di bilancio (pari rispettivamente allo 0,3 e all'1,9 per cento del PIL) con un rapporto debito-PIL relativamente basso (rispettivamente il 25 e il 36 per cento). Da ciò discende, come peraltro riconosce anche Balcerowicz, che i consueti indicatori di bilancio potrebbero risultare insufficienti. Inoltre, se una più rigorosa politica di bilancio può essere d'aiuto, essa non rappresenta certamente una panacea per gli squilibri macroeconomici. La Commissione Europea ora suggerisce anche di introdurre una nuova Procedura per gli squilibri eccessivi. Essa consisterebbe in una sistematica valutazione degli squilibri basata su di un insieme di indicatori economici, che dovrebbero riguardare sia la posizione esterna dell'economia (ad esempio, partite correnti, debito esterno, tassi di cambio reali effettivi ecc.), sia la situazione interna (ad esempio, il debito del settore privato, oltre che quello pubblico). Tale proposta, per quanto interessante, va incontro a tre ordini di problemi: in primo luogo, rilevare l'esistenza di squilibri macroeconomici potrebbe risultare un compito arduo; secondo, individuare le politiche maggiormente idonee per affrontare problemi strutturali non è semplice; infine, quando le cose sembrano andare bene, fare pressione da Bruxelles su un determinato paese può essere politicamente difficile. Si tratta di un campo, questo, in cui autorità indipendenti a livello nazionale potrebbero avere un ruolo.

Una questione assai importante concerne le lezioni che abbiamo appreso dalla crisi in merito al disegno e alla condotta della nostra politica monetaria, nonché alle sue interazioni con politiche macroeconomiche improntate a criteri di prudenza. Se non altro, la crisi ha confermato che è assolutamente necessario continuare a perseguire risolutamente l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In effetti, la credibilità dell'Eurosistema riguardo all'impegno di conseguire tale obiettivo ha avuto un'importanza cruciale, permettendoci di adottare provvedimenti straordinari senza compromettere l'ancoraggio delle attese relative all'inflazione. La crisi ha inoltre dimostrato quanto sia importante interpretare correttamente l'andamento del credito e della moneta e tenerne conto nelle nostre decisioni, in particolare cercando di "andare contro vento" in caso di forte espansione del credito e di squilibri dei prezzi delle attività reali e finanziarie. Questa caratteristica è incorporata nella struttura stessa dell'Eurosistema, in quanto l'attenta sorveglianza degli aggregati monetari e creditizi aiuta a individuare gli eventuali rischi per la stabilità sia dei prezzi, sia del sistema finanziario. Una questione essenziale riguarda come riuscire a rilevare per tempo l'accumulo di rischi a carico del sistema. Sono certo che, da questo punto di vista, il nuovo quadro basato sul Comitato Europeo sul Rischio Sistemico (ESBR) apporterà un contributo fondamentale. Una migliore interazione tra i vari organismi macro-prudenziali, tra di essi e le autorità micro-prudenziali e tra le autorità macro-prudenziali e quelle monetarie sarà essenziale.

A proposito del Securities Market Programme della BCE, basta dire che gli avvenimenti nei mercati finanziari esigevano un intervento speciale. Tale programma è in linea con i principi condivisi di attuazione delle politiche monetarie europee e non rappresenta una modifica dell'orientamento della politica monetaria. L'attuale crisi finanziaria è stata descritta come una crisi di valutazione. In effetti, gli spread sui titoli di Stato di svariati paesi dell'area dell'euro si sono ampliati oltre ogni limite ragionevole e le gravi tensioni nel mercato dei titoli hanno ostacolato i meccanismi di

trasmissione della politica monetaria, rendendo necessario un intervento da parte della Banca centrale. Tuttavia, una questione molto più immediata e importante consiste nell'uscita dalle misure eccezionali di politica monetaria che sono state adottate. Tutti i provvedimenti cosiddetti "non convenzionali" adottati dalle diverse banche centrali, compresa la BCE, nel corso degli ultimi anni hanno avuto l'obiettivo di evitare un disastro economico e finanziario. Il disastro non si è materializzato. Il problema più rilevante, ora, è individuare il momento e la velocità del rientro da tali misure. L'uscita dovrà essere guidata, da un lato, dall'esigenza di mantenere il sostegno al funzionamento ordinato dei mercati monetari e finanziari e di sostenere i flussi di credito all'economia, dall'altro, dalla necessità di evitare di introdurre distorsioni nel sistema e di gettare i semi di squilibri futuri. Nell'area dell'euro la politica volta al rafforzamento delle condizioni di credito si è basata quasi interamente sul rifinanziamento temporaneo del sistema bancario e potrà essere agevolmente abbandonata. In effetti, un graduale abbandono si sta già verificando con il giungere a scadenza delle operazioni semestrali e annuali. La velocità con cui procederà il rientro dalle politiche espansive dipenderà dalla rapidità con cui i mercati finanziari torneranno alla normalità, dal ritmo della ripresa economica e dalla capacità delle banche di finanziarsi in modo stabile sui mercati privati dei capitali.

Infine, come sostiene con grande vigore Balcerowicz, la risposta più opportuna alle situazioni di insostenibilità del debito impone di contrastare risolutamente la continua erosione della disciplina di bilancio. È altrettanto importante varare riforme strutturali che siano percepite tali da essere in grado di accrescere le capacità di adattamento di un paese. Tra di esse si possono annoverare le riforme miranti a eliminare barriere amministrative superflue, accrescere l'efficienza dei servizi pubblici e apportare un sostanziale miglioramento al sistema educativo. Oltre a ciò, l'aspetto più importante nella percezione del mercato, almeno per quanto riguarda la sostenibilità del debito, è la capacità di avviare iniziative specifiche in grado di influire tanto sulle possibilità di crescita di medio-lungo periodo di un paese quanto sulla spesa pubblica tendenziale, piuttosto che contare sull'effimera flessibilità di breve periodo del tasso di cambio (nominale) della sua valuta. A dimostrazione di ciò, tra i diversi possibili esempi, si può menzionare l'esperienza italiana nel periodo 1992-1995, quando il varo di una fondamentale riforma del sistema pensionistico fu il fattore decisivo nel convincere i mercati che le finanze del paese stavano riportandosi su di una tendenza sostenibile.

Riferimenti

Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), Report on the economic and monetary union in the European Community, Brussels.

Cottarelli, C., L. Forni, J. Gottschalk e P. Mauro (2010), "Default in today's advanced economies: Unnecessary, undesirable, and unlikely", IMF Staff Position Note, 10/12, settembre.

Delpla, J. e J. Von Weizsacker (2010), "The blue bond proposal", Bruegel Policy Brief, 2010/3, maggio.

Franco D. and S. Zotteri (2010), "Fiscal rules: What lessons from Germany?", mimeo, Banca d'Italia.

Giordano, R. and P. Tommasino (2009), "What determines debt intolerance: the role of political and monetary institutions", Temi di discussione, 700, Banca d'Italia, gennaio.

Reinhart, C., M.K. Rogoff e M.S. Savastano (2003), "Debt intolerance", Brookings Papers on Economic Activity, 1.

Savona, P. (2010), "Un parcheggio per i debiti pubblici del mondo", Il Messaggero, 18 febbraio.

Visco, V. (2010), "Come salvarsi dalla deflazione", Il Corriere della Sera, 13 luglio.

Wyplosz, C. (2010), "Eurozone reform: Not yet fiscal discipline but a good start", Vox, 4 ottobre.