

EU Berliner Gespräche

**L'Unione Europea di fronte alla crisi globale:  
le implicazioni per le banche, la finanza e la politica  
economica**

Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia  
Fabrizio Saccomanni

Bundesministerium der Finanzen

Berlino, 8 febbraio 2011

## 1. Introduzione

Sono onorato di essere stato invitato a parlare nel ciclo dei EU Berliner Gespräche organizzati dal Ministero delle Finanze in questa prestigiosa Eurosaal; e sono molto contento di essere tornato a Berlino, da cui mancavo da qualche anno.

I miei legami con la Germania sono di antica data. Ho cominciato a studiare il tedesco all'Università Bocconi a Milano nei primi anni Sessanta del secolo scorso; la mia prima visita in Germania è stata all'Università di Heidelberg dove ho frequentato nel 1964 i corsi estivi di lingua tedesca per stranieri. Allora ero capace di parlare abbastanza bene la vostra lingua e di fare conversazione con gli automobilisti che mi davano un passaggio per le mie gite turistiche nei dintorni di Heidelberg. Dopo di ché, l'inglese ha preso il sopravvento.

La mia prima visita a Berlino avviene nel 1977, quando ero già entrato in Banca d'Italia e partecipavo alle riunioni del Comitato Monetario della Comunità Europea. Il Presidente del Comitato, il Segretario di Stato Karl-Otto Pöhl, organizzò una riunione qui a Berlino nel vecchio edificio del Reichstag, il che consentì a noi tutti di dare un'occhiata al di là del Muro senza correre troppi rischi. Ricordo che la nostra riunione suscitò forti proteste diplomatiche da parte del governo della Repubblica Democratica Tedesca.

Le mie visite in Germania sono diventate sempre più frequenti con il processo di unificazione monetaria europea. Con la creazione nel 1994 dell'Istituto Monetario Europeo (IME), il precursore della Banca Centrale Europea (BCE), la cooperazione tra le banche centrali si sposta da Basilea a Francoforte, dove mi recavo almeno due volte al mese per le riunioni dei Governatori e per coordinare l'attività del Comitato per la politica del cambio (*Foreign Exchange Policy Committee*) di cui ero il presidente. Sono gli anni cruciali per la creazione della moneta unica europea e io ero impegnato sia nella preparazione tecnica per la transizione all'euro, sia nella redazione del Rapporto di convergenza, il documento che avrebbe determinato quali paesi sarebbero entrati nell'euro con il primo gruppo.

Di quel periodo ricordo specialmente un incontro nel gennaio 1998 al Ministero delle Finanze a Bonn con il Segretario di Stato Jürgen Stark. La delegazione italiana era composta da Mario Draghi, allora Direttore Generale del Tesoro italiano, dall'Ambasciatore Vattani per il Ministero degli Esteri e da me per la Banca d'Italia; la riunione ci permise di dare ai colleghi tedeschi un quadro completo e convincente di analisi e di statistiche sul programma di convergenza intrapreso dall'Italia per soddisfare i criteri del Trattato di Maastricht, compreso il famoso *Drei Komma Nul* per il rapporto tra deficit di bilancio e il prodotto interno lordo (PIL). Infine ricordo con particolare piacere l'ultima riunione del mio Comitato che si tenne proprio qui a Berlino nel maggio 1998, alla vigilia della scomparsa delle nostre monete nazionali, e che si concluse con una bella gita in battello sul fiume e i canali di questa splendida città.

Con la creazione della BCE le mie visite a Francoforte sono rimaste frequenti e, dopo la mia nomina a Direttore Generale della Banca d'Italia, partecipo all'attività del *Governing Council* come sostituto del Governatore Draghi.

Sono orgoglioso di aver potuto contribuire al processo di creazione dell'euro e di partecipare alla gestione della politica monetaria dell'Eurosistema. Ritengo che l'unificazione monetaria europea sia stata uno degli sviluppi più importanti della storia economica dell'Occidente. Essa ha creato una zona di stabilità che ha consentito a oltre 300 milioni di cittadini europei di beneficiare di una bassa inflazione, di bassi tassi d'interesse e di una moneta forte di rango globale.

Dopo la crisi che ha sconvolto l'economia mondiale a partire dal 2007, tensioni finanziarie hanno colpito anche l'eurozona. Nell'anno scorso si sono avuti momenti di crisi sui mercati dei titoli del debito sovrano di paesi dell'eurozona che hanno rischiato di compromettere i meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Sulla stampa internazionale, specialmente quella anglo-americana, economisti e analisti finanziari hanno ipotizzato o previsto la bancarotta di stati sovrani, la fuoruscita di paesi dall'unione monetaria, la fine dell'euro. Perfino il mio vecchio amico Otmar Issing, uno dei "padri fondatori" dell'euro, in un articolo sulla *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del novembre scorso, che ha avuto una risonanza mondiale, ha ammonito i governi dell'eurozona che la sopravvivenza dell'euro è a rischio. Come siamo arrivati a questa

situazione? Sono davvero così gravi i rischi che corre l'euro? È possibile mitigare e gestire questi rischi?

Sono questi i temi che vorrei affrontare in questo mio intervento oggi. Esaminerò in primo luogo le varie fasi della crisi, per mettere in luce in che modo questa, nata negli Stati Uniti, si sia poi ripercossa sull'Unione Europea (UE). Cercherò anche di illustrare la situazione dell'Italia che è diversa da quella di altri paesi "periferici" per la struttura della sua economia, la solidità del suo sistema bancario e per le stesse prospettive della finanza pubblica. Analizzerò, in secondo luogo, le cause che hanno portato l'Unione Europea ad arrivare impreparata a gestire una crisi di natura globale e priva degli strumenti e delle procedure necessarie. Come spesso è avvenuto nella storia dell'integrazione europea, la crisi ha spinto la UE a prendere una serie di misure per rafforzare il governo dell'economia e la gestione delle crisi. Concluderò indicando brevemente quali siano, secondo me, i punti essenziali dell'agenda europea per uscire dalla crisi e per promuovere una crescita sostenibile dell'attività economica nella UE.

## **2. La crisi globale e il suo impatto sull'Unione Europea**

Gli sviluppi della crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale nell'agosto del 2007 sono ben noti e quindi mi limiterò a riassumere brevemente quelli che mi sembrano essere gli aspetti salienti del suo impatto sull'Unione Europea. Il punto che intendo fare è che la crisi ha avuto tre fasi distinte e che ciascuna di esse ha avuto implicazioni diverse per i vari paesi della UE.

**La prima fase.** La prima fase, quella dei "titoli tossici", inizia negli Stati Uniti e si diffonde in Europa attraverso quei sistemi bancari in cui questo tipo di strumenti finanziari, ad alto rendimento e ad alto rischio, rappresentava una quota importante dell'attività di intermediazione finanziaria. La diffusione è avvenuta specialmente attraverso la rete di "veicoli" creati appositamente per commercializzare questi prodotti. Questa rete è divenuta col tempo un vero e proprio "sistema bancario ombra" operante al di fuori della supervisione delle autorità di vigilanza. Come è noto, in questa fase si sono avuti molti casi di crisi bancarie che hanno richiesto interventi di sostegno da parte

dei governi. L'Italia è stato uno dei paesi meno colpiti in questa fase e nessuna banca italiana è stata posta sotto controllo pubblico. La vigilanza della Banca d'Italia ha impedito che da noi si venisse a creare un "sistema bancario ombra" e la posizione di liquidità delle banche è stata tenuta sotto controllo quotidiano. Da noi la vigilanza non ha mai adottato la tecnica del "tocco leggero" tanto predicata a Londra. Il sostegno finanziario dei governi alle banche in percentuale del PIL del 2009 è stato dell'1,3 per cento in Italia contro il 51,9 in Gran Bretagna, il 32,2 in Spagna, il 20,6 in Germania, il 18,4 in Francia. Le banche italiane hanno fatto ricorso al rifinanziamento della BCE in modo molto contenuto, anche nei momenti di acuta carenza di liquidità sui mercati interbancari. Nessuna banca italiana figura nella lista dei "clienti abituali" della BCE.

Da questa fase della crisi si possono trarre alcune lezioni soprattutto per la regolamentazione e la vigilanza in Europa. È necessario armonizzare le regole e le procedure di vigilanza bancaria e finanziaria al fine di evitare disparità di trattamento tra operatori di diversi paesi. Non può essere consentito che volumi importanti di intermediazione bancaria e finanziaria sfuggano a qualsiasi forma di supervisione prudenziale, attraverso l'uso di operazioni e di veicoli "fuori bilancio". Infine l'esperienza ha mostrato la maggiore efficienza di sistemi in cui la vigilanza bancaria è affidata alla banca centrale. Le banche centrali sono infatti meglio in grado di individuare tempestivamente situazioni di crisi perché sono a diretto contatto giornalmente con i mercati monetari e con il sistema dei pagamenti.

**La seconda fase.** La seconda fase della crisi è caratterizzata dalla forte recessione dell'attività economica nel 2009. Per contrastare la recessione, la politica monetaria della BCE è divenuta fortemente espansiva e misure di sostegno fiscale sono state introdotte in quasi tutti i paesi della UE. In questa fase l'economia italiana è stata fra quelle più colpite. Il prodotto interno lordo è diminuito in Italia del 5 per cento, contro il 4,7 in Germania, il 2,5 in Francia, il 3,7 in Spagna e il 4,9 nel Regno Unito. La recessione è stata particolarmente sentita dalle piccole e medie imprese che sono la parte più importante del settore industriale italiano, con effetti immediati sulla produzione e l'occupazione. D'altra parte, l'elevato debito pubblico non ha consentito all'Italia di introdurre misure di stimolo all'economia come in altri paesi. Da noi si è potuto solo accrescere il sostegno ai lavoratori disoccupati. La disoccupazione in Italia

si è comunque mantenuta sul livello registrato in Germania e in Francia e ben al di sotto di quello della Spagna.

La lezione di questa seconda fase della crisi è lo straordinario successo delle politiche economiche adottate che hanno efficacemente contenuto l'intensità e l'ampiezza della recessione. Non si sono avute le disastrose conseguenze della crisi degli anni Trenta e la recessione è durata solo un anno. Già nel 2010 si è avuta una forte ripresa in tutta la UE. Ma si è anche visto chiaramente che l'uscita dalla recessione è stata diversa da paese a paese. Paesi con le finanze pubbliche in ordine e con debito pubblico sopportabile hanno potuto reagire in modo più tempestivo ed efficace alle tendenze recessive indotte dalla crisi. Paesi come l'Italia, gravati da un pesante debito pubblico, hanno dovuto limitare al massimo lo stimolo fiscale e accettare un ritmo più lento di ripresa. Hanno inoltre influito le diverse situazioni della produttività dei fattori, della competitività esterna, della flessibilità del mercato del lavoro. Infine, si è visto come in regime di globalizzazione i mercati finanziari hanno una "pazienza" limitata nei confronti di politiche fiscali espansive che non siano accompagnate da un credibile e ben definito piano di rientro verso livelli di deficit e di debito ritenuti sostenibili nel medio periodo. Questo tipo di "disciplina di mercato" ha una sua validità anche se non sono mancati eccessi. Operatori finanziari, analisti, *rating agencies* che nel 2008 chiedevano a gran voce un massiccio stimolo monetario e fiscale per contrastare la crisi, già nel 2009 esprimevano preoccupazione per la crescita del debito pubblico e auspicavano l'adozione di *exit strategies*, prospettando gravi ripercussioni sui mercati in caso di ritardi o esitazioni.

**La terza fase.** La terza fase della crisi, nella quale la UE ancora si trova, ha avuto inizio con la "scoperta" della grave situazione della finanza pubblica in Grecia all'inizio del 2010 e con il contagio che si è rapidamente esteso a gran parte del mercato del debito sovrano europeo. Malgrado le energiche misure assunte dalla BCE, dai paesi dell'Eurogruppo e dalla UE, le tensioni si sono manifestate ripetutamente nel corso dell'anno, alimentate da speculazioni finanziarie e verbali che ipotizzavano la bancarotta di questo o quello stato sovrano, la scomparsa dell'euro, la rottura della UE. Anche in questo caso l'impatto della crisi è stato diverso da paese a paese. I tassi di interesse sui titoli di stato sono diminuiti in Germania, in qualche momento anche a poco più del 2 per cento e sono aumentati a livelli record in Grecia, Portogallo, Irlanda. Sono anche

aumentati, ma in misure minore, in Spagna e in Italia. Lo *spread* dell'Italia, che era più alto di quello della Spagna fino all'aprile 2010, si è poi mantenuto costantemente al di sotto dello *spread* spagnolo fino ad oggi, testimoniando la valutazione positiva del mercato per la gestione della finanza pubblica in Italia in questa fase della crisi. In valore assoluto, i tassi dei titoli di stato italiani decennali sono rimasti stabilmente all'interno di una fascia compresa tra il 4 e il 5 per cento sin dall'inizio dell'Unione monetaria fino a oggi, un livello del tutto naturale per titoli a lungo termine e sostenibile nel tempo. La valutazione del mercato riflette anche il basso livello del debito privato dell'Italia, la solidità del suo sistema bancario, l'alto livello della ricchezza, reale e finanziaria, delle famiglie e, infine, l'ampiezza e l'articolazione della sua industria manifatturiera, operante in tutti i principali settori. Infine, si tiene conto del fatto che, in base al programma pluriennale di stabilizzazione finanziaria già approvato dal Parlamento, il rapporto deficit/PIL scenda sotto il 3 per cento nel 2012 e si avvicini al 2 per cento nel 2013, in linea con l'obiettivo di portare il bilancio in pareggio negli anni successivi. Sembra, in sintesi, che il mercato giudichi l'Italia in grado di affrontare i problemi strutturali che la affliggono.

È certamente prematuro trarre lezioni definitive da questa fase della crisi che è tuttora in corso. Ma è possibile svolgere qualche considerazione di carattere preliminare. Va ricordato in primo luogo che, se si considera l'eurozona nel complesso, la situazione della finanza pubblica europea è migliore di quella di altre grandi economie come gli Stati Uniti e il Giappone. Il rapporto deficit/PIL per l'eurozona era del 6,3 per cento nel 2009 ed è previsto scendere al 3,9 per cento nel 2012. I dati corrispondenti per gli USA sono 12,9 e 6,7 per cento e per il Giappone 10,2 e 8,1 per cento. Nel 2012 il rapporto debito pubblico/PIL è previsto per l'eurozona all'88 per cento, contro il 103 per cento negli USA e il 239 per cento in Giappone. Si può quindi affermare che l'eurozona non ha un problema di squilibrio delle finanze pubbliche sul piano globale. Del resto, la bilancia dei pagamenti europea è in equilibrio e la quotazione dell'euro sui mercati, pur con qualche volatilità, è rimasta forte nei confronti delle altre principali valute durante tutto il periodo della crisi. È invece vero che alcuni stati dell'eurozona hanno un problema di disavanzi e di debito eccessivi che, se non adeguatamente affrontato, può comportare rischi di instabilità per l'eurozona e per l'euro.

Tuttavia, l'esperienza della crisi ha mostrato che la UE non aveva gli strumenti necessari nè per prevenire, nè per gestire questo tipo di problemi. L'eurozona poteva contare sulla politica monetaria della BCE e sul Patto di Stabilità e Crescita (PSC). La BCE ha assicurato la stabilità dei prezzi nel medio periodo e ha fornito alle economie la liquidità necessaria per il funzionamento dei sistemi bancari e finanziari, ma non può farsi carico della soluzione di problemi di finanza pubblica senza tradire il suo mandato costituzionale. E il PSC è stato violato già prima della crisi proprio dai maggiori paesi, Germania, Francia e Italia, che avrebbero dovuto dare il buon esempio a tutti gli altri.

Ci si deve chiedere se sia realistico ritenere che la UE possa affrontare i rischi della globalizzazione finanziaria armata solo di una "politica", forte e efficiente ma di portata limitata, e di una "regola", chiara e semplice ma che ciascun paese è libero di interpretare a suo piacimento. L'armamentario degli strumenti di politica economica della UE va dunque ampliato e adeguato alla realtà dell'economia e della finanza globale se si vuole preservare la moneta europea. Si tratta di uno sforzo cui tutti i paesi membri dell'eurozona devono partecipare perché la creazione dell'euro ha apportato benefici per ogni paese. La Germania ha ottenuto un grande mercato interno libero da restrizioni e da svalutazioni competitive: nel 2009 il 61 per cento dell'attivo commerciale della Germania è stato nei confronti degli altri paesi dell'eurozona; il dato sale all'87 per cento nei confronti degli altri paesi della UE. Al momento della creazione dell'euro, la Germania aveva un disavanzo della bilancia dei pagamenti corrente pari al 1,4 per cento del PIL; oggi la Germania ha un avanzo pari al 5 per cento del PIL. D'altro canto, i partner della Germania hanno potuto beneficiare della stabilità monetaria garantita dalla BCE e ridurre i propri tassi d'interesse a livelli molto vicini a quelli della Germania. Il "patto fondativo" su cui si è basata la Unione Economica e Monetaria (UEM) è stato quindi rispettato da tutti e se permangono nella UE squilibri di competitività e di produttività e nelle finanze pubbliche è compito della UE dotarsi degli strumenti e delle procedure per indurre i paesi membri a rimuovere quegli squilibri.

Prima di esaminare quali potranno essere i rimedi per correggere le inadeguatezze della UE, vorrei brevemente analizzare per quali motivi la UE sia giunta impreparata a fronteggiare la crisi globale.

### **3. La costruzione europea - un'incompiuta per sempre?**

È legittimo chiedersi se i padri fondatori della Comunità Europea e poi della UEM avessero come obiettivo di lasciare la costruzione europea a metà, con una missione ambiziosa e affascinante ma senza i mezzi per realizzarla. La mia risposta, basata sull'analisi storica, è no. Sin dai tempi di Jean Monnet, Konrad Adenauer, Alcide De Gasperi, ma anche successivamente, da Helmut Kohl, François Mitterrand, Altiero Spinelli, la costruzione europea è stata sempre concepita come un processo graduale e pragmatico per realizzare nel tempo quella non meglio precisata "Unione sempre più stretta tra i popoli europei" prevista fin dal Trattato di Roma del 1957. E questa visione è stata condivisa dagli autori del Rapporto Delors, tra cui figuravano tutti i governatori delle banche centrali europee, che delineò nel 1989 le tappe per la realizzazione dell'UEM. L'idea che il passaggio alla moneta unica non potesse rimanere un punto di arrivo era ben chiaro alla leadership europea di allora. In occasione del Consiglio Europeo di Dublino nella primavera del 1990, Helmut Kohl e François Mitterrand scrissero una lettera ai colleghi sostenendo la necessità del passaggio all'Unione politica. Nel novembre 1991, in un discorso al Bundestag, il Cancelliere Kohl disse: "L'Unione politica è la controparte essenziale dell'Unione economica e monetaria. La storia recente, non solo in Germania, ci insegna come sia assurdo pensare di preservare l'Unione economica e monetaria senza l'Unione politica". Nel maggio 2000, il Ministro degli Esteri Joska Fischer, parlando, sia pure a titolo personale, qui a Berlino alla Università Humboldt, sottolineò lucidamente il problema di dare alla UE un effettiva capacità di agire creando una Federazione Europea, con un governo dotato di potere esecutivo e un parlamento con potere legislativo. E potrei continuare con citazioni di altri importanti leader europei.

La costruzione europea nasce quindi come processo graduale, ma anche aperto a tutti i paesi che ne condividano gli obiettivi e che soddisfino certe condizioni politiche, istituzionali ed economiche. Vi è stato ampio consenso politico in Europa sul principio – non scritto – che i due processi, di rafforzamento delle istituzioni comunitarie e di allargamento a nuovi membri, dovessero andare avanti di pari passo. E in effetti i due processi si sono sviluppati parallelamente in modo equilibrato e armonioso, almeno fino al passaggio alla moneta unica, anche se ad ogni fase di allargamento si è accompagnato un periodo di acceso dibattito sulle regole della

convivenza interna. Ciò ha distolto l'attenzione dei governi europei dalle vicende del mondo esterno, impedendo alla UE di svolgere un ruolo significativo sulla scena politica ed economica globale.

Ma dopo il disfacimento del blocco sovietico e la creazione dell'euro, il parallelismo del processo evolutivo si è interrotto. La priorità massima venne assegnata all'allargamento, includendo in una sola volta nel 2004 ben dieci paesi, in gran parte dell'Europa centro-orientale. La decisione trovò ampio consenso tra i governi in tutta la UE, sia pure per diverse ragioni, ma suscitò ansie e preoccupazioni nelle popolazioni. Politicamente, l'allargamento significava la fine della storica divisione dell'Europa imposta dalla cortina di ferro e come tale veniva visto con grande favore soprattutto in Germania, ma generalmente in tutti i paesi. Inoltre, l'allargamento significava un ampliamento del mercato interno e potenzialmente un "annacquamento" dell'influenza del blocco continentale dei paesi dell'eurozona, cosa che certamente non dispiaceva al Regno Unito.

Per le popolazioni, invece, la prospettiva di un'Europa *open-ended* che potesse includere anche tutti i Balcani, e perfino la Turchia, faceva temere un aumento dell'immigrazione con effetti dirompenti sul mercato del lavoro e sugli equilibri etnici e sociali. In questo contesto, i tentativi di rafforzare la capacità di intervento della UE allargata non trovarono sostegno politico perfino in alcuni paesi fondatori come la Francia e l'Olanda. Fallì così nel 2005 il progetto di Trattato costituzionale su cui si era coagulato un ampio consenso nella Convenzione europea. Il più modesto Trattato di Lisbona, approvato dai Governi della UE alla fine del 2007, quando la crisi globale era già iniziata, è entrato in vigore solo alla fine del 2009 quando la crisi aveva già dispiegato i suoi devastanti effetti, dopo un lungo e difficile processo di ratifica parlamentare e referendaria.

Un osservatore esterno di queste vicende potrebbe trovare incomprensibile che la UE, per timore dell'impatto dell'allargamento, si sia voluta deliberatamente privare degli strumenti per gestire meglio questo problema. In realtà, come avvenuto molte altre volte nella storia dell'integrazione europea, la crisi ha obbligato i governi a riaprire il "cantiere" della costruzione europea. In breve tempo, sono stati portati a compimento

importanti progetti di riforma e sono state lanciate nuove iniziative che potranno rafforzare in modo significativo la *governance* economica nella UE.

Non è questa la sede per entrare nei dettagli di quanto si sta facendo nel "cantiere", ma vorrei far capire l'importanza delle innovazioni introdotte rispetto al quadro istituzionale precedente. Prima della crisi, l'eurozona aveva a disposizione, come ho detto prima, la politica monetaria e una regola debole come il vecchio Patto di Stabilità e Crescita. Con le riforme già concordate o in discussione avanzata, la UE e l'eurozona si sono date nuovi strumenti di intervento in tre importanti aree: la vigilanza bancaria e finanziaria; il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio; i meccanismi e le procedure per la gestione delle crisi. Le prime due riforme dovrebbero rafforzare la capacità della UE di prevenire l'accumulazione di squilibri finanziari insostenibili e quindi l'insorgere di situazioni di crisi. La terza riforma consentirà di gestire le crisi in maniera ordinata facilitando il processo di aggiustamento degli squilibri. Vediamo in sintesi di cosa si tratta.

**La riforma dell'architettura di vigilanza.** Sono state create e sono già operanti dal 1° gennaio di quest'anno tre nuove autorità indipendenti per la vigilanza microprudenziale responsabili, rispettivamente, per il settore bancario, per il settore assicurativo e per i mercati finanziari. Le autorità avranno come compito principale quello di uniformare le regole di vigilanza nei rispettivi settori e di armonizzare le prassi di vigilanza seguite dagli organi nazionali al fine di perseguire in maniera coordinata gli obiettivi di stabilità degli operatori e l'adeguatezza del loro patrimonio e della loro liquidità. In particolare la *European Banking Authority* avrà anche il compito di predisporre e condurre una nuova procedura di stress test delle banche europee dopo quella condotta nel luglio scorso e che tante critiche ha ricevuto da analisti e operatori di mercato per la sua modesta severità e la sua scarsa trasparenza. È assolutamente essenziale che il nuovo test sia condotto con criteri e metodi accettati a livello internazionale e che i risultati del test vengano prontamente resi disponibili agli operatori; sarà inoltre necessario che gli opportuni interventi di rafforzamento patrimoniale vengano introdotti dalle banche che non dovessero superare i test.

Accanto alle autorità di vigilanza microprudenziale, opererà presso la BCE un organo di vigilanza macroprudenziale per il monitoraggio dei rischi sistemici,

l'*European Systemic Risk Board* (ESRB). L'ESRB avrà il compito di analizzare l'evoluzione degli aggregati creditizi e finanziari per determinare se si stiano creando situazioni di squilibrio insostenibile con implicazioni di portata sistemica; potrà proporre alle autorità competenti di adottare le misure necessarie per evitare l'emergere di "bolle speculative" sui mercati finanziari e immobiliari.

**Il coordinamento delle politiche economiche.** Le innovazioni in questo campo, elaborate dalla *task force* del Presidente del Consiglio Europeo Van Rompuy, prevedono un netto rafforzamento della disciplina fiscale, attraverso una riforma del PSC, e l'introduzione di un nuovo meccanismo di sorveglianza sugli squilibri e le vulnerabilità di natura macroeconomica. Il nuovo patto di stabilità metterà l'accento sulla sostenibilità fiscale di medio periodo e sulla dinamica del debito pubblico, dando un contenuto operativo e quantitativo al criterio del debito previsto dal Trattato. Il coordinamento delle politiche fiscali inizierà ogni anno con il cosiddetto "semestre europeo" in cui verrà fatta una valutazione congiunta delle misure di bilancio e degli interventi strutturali proposti dai singoli stati. Il Patto avrà un "braccio" preventivo e uno correttivo e conterrà un ampio spettro di misure e di sanzioni da applicare progressivamente in ciascuno dei bracci.

Il nuovo meccanismo di sorveglianza metterà l'accento sugli squilibri macroeconomici, indicando le misure di politica economica necessarie per fronteggiarli e potrà prevedere sanzioni nei casi di ripetuta inadempienza.

Gli atti legislativi per attuare questi nuovi strumenti sono ancora in discussione e sarà importante che, pur preservando gli obiettivi, sia data maggiore importanza operativa all'azione preventiva, rispetto a quella correttiva, che per definizione si applica *ex post*. In ogni caso è importante che il potere della Commissione di formulare avvertimenti e raccomandazioni nei confronti di paesi divergenti sia applicata uniformemente e non sia soggetta all'approvazione del Consiglio di ministri finanziari.

**La gestione delle crisi.** Nel corso del 2010 e sotto la pressione dei mercati globali, la UE si è dotata di meccanismi di intervento per fornire assistenza finanziaria a paesi membri in difficoltà. In parallelo, la BCE ha introdotto un programma di acquisti sul mercato di titoli di stato per assicurare il buon funzionamento dei meccanismi di

trasmissione della politica monetaria. Dopo gli interventi bilaterali a favore della Grecia, sono divenuti pienamente operanti la *European Financial Stability Facility* (EFSF) e l'*European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM), per un importo complessivo nominale di 500 miliardi di euro. Si tratta, naturalmente, di meccanismi di sostegno di natura condizionale, associati a severi programmi di aggiustamento concordati con il FMI, la UE e la BCE. La EFSF ha già emesso un prestito obbligazionario sul mercato internazionale che ha avuto un grande successo e i cui proventi serviranno a finanziare un programma di sostegno a favore dell'Irlanda. Questi strumenti resteranno in vigore fino al 2013 quando è previsto che sia creato un nuovo meccanismo permanente da realizzarsi con una modifica del Trattato. Il nuovo meccanismo sarà attivabile in base a una procedura per determinare se il paese richiedente è insolvente. In caso affermativo il paese dovrà negoziare un programma di ristrutturazione del proprio debito con i creditori privati e potrà ricevere assistenza finanziaria solo se la sua situazione debitoria risulterà sostenibile dopo la ristrutturazione.

Benché queste innovazioni vadano nella direzione giusta, esse sono state accolte finora con un certo scetticismo da parte di analisti finanziari. Si ritiene in particolare che il "potenziale di fuoco" della EFSF sia troppo modesto rispetto al fabbisogno massimo concepibile se la crisi del debito sovrano dovesse estendersi anche a grandi paesi come la Spagna e l'Italia. Ritengo questo scenario altamente improbabile, ma penso sia utile accrescere la dimensione effettiva della EFSF, che è ben inferiore a quella nominale, e soprattutto il suo potenziale operativo.

#### **4. Conclusioni**

La crisi globale che ha colpito anche la UE non è ancora superata. Ci sono focolai di tensione ancora attivi nei sistemi bancari e nelle finanze pubbliche di vari paesi; permangono condizioni di incertezza e di volatilità sui mercati finanziari. L'attività economica è in ripresa nel 2011, ma è comunque prevista decelerare nel 2012, anche in Germania e negli Stati Uniti. Non vi può essere alcun dubbio che ricade sui singoli paesi la responsabilità primaria di mettere ordine nelle proprie finanze pubbliche e nei propri sistemi bancari. L'Italia è pienamente consapevole di questa necessità e farà la sua parte come ha sempre fatto anche in passato. Ma è altrettanto ovvio che paesi che

hanno in comune la moneta hanno l'obbligo morale di cooperare per facilitare la correzione degli squilibri e per impedire che il contagio si trasmetta in tutta l'area, destabilizzando la stessa moneta unica. Le misure prese in questo campo hanno rafforzato in modo significativo la capacità della UE di governare la propria economia efficacemente anche in tempi di crisi. Ma la costruzione europea nella sua eccezionalità resta difficile da comprendere per gli osservatori esterni, compresi quelli che investono sui nostri mercati finanziari e sulla nostra moneta. Dobbiamo quindi fare uno sforzo particolare per migliorare la nostra comunicazione, per accrescere la trasparenza delle nostre istituzioni e procedure e per contrastare efficacemente la speculazione destabilizzante. Dobbiamo darci un assetto istituzionale adeguato alle sfide economiche e finanziarie che la UE e l'eurozona sono chiamate a fronteggiare e che non richieda periodiche interpretazioni o emendamenti dei nostri Trattati. Ogni volta che la UE riapre i negoziati sui Trattati, come sta avvenendo questi giorni, i nostri partner e i mercati si chiedono se ci stiamo accingendo a fare un passo avanti o un passo indietro. Il momento per fare chiarezza sul governo economico della UE è ora.

Ma la UE non potrà risolvere i suoi problemi strutturali solo attraverso il consolidamento fiscale. Questo è necessario per stabilizzare i mercati finanziari e per lasciare più spazio agli investimenti privati. Ma occorre anche adottare una strategia di riforme strutturali per accrescere il potenziale di crescita dell'economia europea, per riassorbire la disoccupazione, specie quella giovanile e femminile, e per correggere gli squilibri di produttività e di competitività all'interno dell'eurozona. Si tratta di riforme che devono e possono essere intraprese da tutti i paesi della UE. Non è questa la sede per entrare nei dettagli di questo programma che del resto è stato delineato sia in documenti ufficiali della UE, come la Strategia 2020, sia in contributi privati<sup>1</sup>. In sintesi, occorre portare avanti il completamento del mercato interno introducendo ulteriori liberalizzazioni nel settore dei servizi, come la grande distribuzione, i trasporti, le costruzioni, i servizi finanziari e professionali, dove la UE è rimasta indietro rispetto ai principali concorrenti. Occorre promuovere la piena integrazione dei mercati dell'energia, ancora frammentati a livello nazionale e dominati da monopolisti locali che

---

<sup>1</sup> Monti M., (2010), *A New Strategy for the Single Market*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso, 9 May.

Amato G., Baldwin R., Gros D., Micossi S. e Padoan P.C., (2010), *A Renewed Political Deal for Sustainable Growth within the Eurozone and the EU* in CEPS Policy Brief, n. 227, 30 November, Bruxelles, Centre for European Policy Studies.

impongono costi elevati alle imprese e alle famiglie. Inoltre, come indicato dal Rapporto Monti, è necessario rafforzare le infrastrutture fisiche che stanno alla base di un grande mercato interno, le reti di trasporti, di telecomunicazioni, di distribuzione dell'energia e dell'acqua. L'esperienza insegna che da questi processi di liberalizzazione e di integrazione viene la spinta per la ricerca e l'innovazione che sono il presupposto per lo sviluppo di nuovi investimenti e della produttività.

Si tratta di un'agenda ambiziosa e per certi versi impopolare nel breve periodo. Essa richiede quindi uno sforzo di leadership da parte dei principali attori europei. È una sfida non facile e sono state numerose le occasioni perdute per vincerla, da Maastricht, a Amsterdam, a Nizza, e, da ultimo, a Lisbona.

Vorrei concludere questo intervento citando le parole di Tommaso Padoa-Schioppa, un mio carissimo amico e un grande combattente per l'integrazione europea, improvvisamente scomparso a dicembre scorso. In un amaro libro scritto nel 2006, all'indomani del rigetto del Trattato costituzionale europeo, Tommaso invitava l'Europa a esercitare una "pazienza attiva" e ammoniva che per: "... completare la costruzione di un'Europa unita occorrono verità e chiarezza sulle questioni di fondo, rifiuto dell'ambiguità, spiegazioni convincenti del perché l'Europa sia necessaria tanto al benessere e alla sicurezza dei nostri Paesi quanto alla pace e all'ordine mondiale"<sup>2</sup>. È un ammonimento che mantiene tutta la sua validità anche oggi.

---

<sup>2</sup> Padoa-Schioppa T., (2006), *Europa, una pazienza attiva – Malinconia e riscatto del Vecchio Continente*, Milano, Rizzoli.