



## IL PIANO EUROPEO DI RIPRESA ECONOMICA TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ<sup>1</sup>

Di: Paolo Biraschi, Alessandra Caretta e Flavio Padrini\*

### ABSTRACT

La crisi finanziaria acuitasi a partire dall'estate del 2008 rappresenta un evento che ha messo alla prova la capacità dell'Unione Europea di rispondere a *shock* globali. Lo strumento anti-crisi di cui l'Unione si è dotata è il "Piano Europeo per la ripresa economica". Complessivamente, la risposta all'emergenza da parte dell'Unione Europea è apparsa tempestiva, anche se il Piano è sottoposto ad una serie di vincoli, istituzionali e non, che potrebbero limitarne l'efficacia. Inoltre, per rilanciare la crescita di medio-lungo periodo gli Stati Membri dovrebbero cogliere anche le opportunità insite nel *framework* istituzionale europeo, in particolare l'agenda di Lisbona e il mercato interno.

JEL:

E02, E44, E62, E65

Keywords:

Institutions and the Macroeconomy,  
Financial Markets and the  
Macroeconomy, Fiscal policy and  
Studies of particular policy episodes

### Note Tematiche

La presente collana intende promuovere la circolazione di Note Tematiche prodotte nell'ambito del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro.

Il contenuto delle Note Tematiche riflette esclusivamente le opinioni degli autori e non impegna in alcun modo l'Amministrazione.

<sup>1</sup> Si ringrazia l'Università di Siena per l'interessante discussione.

\* Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro - Direzione I - Ufficio II. Corresponding author: Paolo Biraschi, Via XX Settembre 87, 00197 Roma - ITALY. Tel: XXX. E-mail: [paolo.biraschi@tesoro.it](mailto:paolo.biraschi@tesoro.it).

## 1. INTRODUZIONE

L'attuale crisi economica e finanziaria rappresenta la più grave recessione dalla seconda guerra mondiale. Iniziata con lo scoppio della bolla speculativa sul mercato dei mutui americani *subprime*<sup>2</sup> ha ben presto coinvolto l'intero sistema finanziario, trasferendosi quindi all'economia reale con conseguenze che ancora oggi, a causa della sua natura sistemica, sono di difficile quantificazione.

La gravità della crisi ha richiesto una decisa risposta di politica economica. Per contrastare la paralisi dei mercati finanziari, le autorità di politica monetaria hanno dovuto fornire un ingente quantitativo di liquidità. Per evitare che la crisi di fiducia investisse in modo irreversibile i risparmiatori al dettaglio, molte autorità di governo hanno fornito supporto diretto o indiretto alle istituzioni finanziarie. La natura sistemica della crisi ha reso indispensabile un coordinamento degli interventi, soprattutto tra le più grandi economie del pianeta.

L'obiettivo del presente lavoro è principalmente descrittivo, vale a dire quello di ripercorrere l'evoluzione della crisi e di porre l'accento sulle risposte in termini di *policy* che l'Unione Europea (UE) ha posto in essere per contrastarne gli effetti sul reddito e sull'occupazione. In particolare, la descrizione si concentra sull'intervento principale messo in atto dalle autorità europee, ovvero il "Piano europeo per la ripresa economica" (*European Economic Recovery Plan*, EERP) approvato dal Consiglio Europeo il 12 dicembre 2008.

Il presente lavoro si suddivide in quattro parti. Nella prima parte, si ripercorrono brevemente le origini e gli effetti della crisi soffermandosi sui canali di propagazione dai mercati finanziari a quelli reali. Nella seconda parte, si esamina la prima risposta alla crisi della comunità internazionale, essenzialmente non coordinata tra i Paesi e concentrata sulla salvaguardia del settore finanziario. Tuttavia, ed è questa la terza parte del lavoro, matura e si rafforza in breve tempo, a livello internazionale e europeo, la consapevolezza che l'adozione di un approccio coordinato ed integrato rappresenti la soluzione più appropriata al fine di rispondere al meglio alle sfide su scala globale aperte dalla crisi. In tale contesto, sono pertanto analizzati gli obiettivi e la struttura del "Piano europeo per la ripresa economica". La parte quarta evidenzia sia i vincoli a cui è sottoposta l'azione della Comunità sia le opportunità che la stessa crisi potrebbe offrire favorendo la riattivazione del processo d'integrazione economica e istituzionale nell'UE. La quinta parte conclude soffermandosi sul ruolo della politica economica.

---

<sup>2</sup> Il mutuo *sub-prime* è un mutuo ipotecario erogato da banche o finanziarie e concesso a debitori che hanno un passato finanziario fatto di inadempimenti nel rimborso dei propri debiti o, addirittura, pignoramenti e bancarotta. Tali tipi di finanziamenti, chiamati *subprime lending*, cercano di coprire quel segmento di mercato che altrimenti rimarrebbe privo di finanziatori concedendo a coloro che contraggono un prestito l'opportunità di avere accesso al credito. I beneficiari di tale tipologia di mutui utilizzano i finanziamenti ricevuti per acquistare abitazioni, oppure finanziare altre forme di spesa, quali l'acquisto di un'automobile, la ristrutturazione della casa, o rimborsare i finanziamenti tramite carta di credito, che di solito presenta tassi di interesse più alti. Gli istituti che erogano mutui *subprime* di solito "cartolarizzano" tali mutui vale a dire emettono prodotti finanziari simili alle obbligazioni che vengono venduti soprattutto ad investitori istituzionali statunitensi ed europei e il cui rimborso è garantito dal pagamento delle rate dei mutui. Poiché i clienti dei mutui *subprime* pagano tassi più alti della media del settore, anche chi detiene le obbligazioni legate ad essi percepisce degli interessi superiori alla media. Solitamente, gli istituti finanziari attuavano le operazioni di cartolarizzazione attraverso degli strumenti fuori bilancio chiamati *Special Investment Vehicles (SIVs)* o *Conduits*.

## 2. ORIGINI, PROPAGAZIONE, ED EFFETTI DELLA CRISI

### 2.1 Le origini della crisi vengono da lontano?

L'attuale crisi finanziaria ha preso avvio in modo circoscritto nei primi mesi del 2007 con lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti, ma rapidamente si è sviluppata trasformandosi nel corso del 2008 in una vera e propria crisi sistemica che ha condotto sull'orlo della paralisi una parte del sistema finanziario.

Esistono due principali linee di pensiero riguardo le sue cause (Banca dei Regolamenti Internazionali, 2009; FMI, 2009d): la prima basata sugli squilibri macroeconomici globali (Bernanke, 2005 e Krugman, 2009) e la seconda concentrata sulle cause microeconomiche, tra cui l'incapacità della misurazione del rischio e l'inadeguatezza (o, in alcuni casi, l'assenza) di regolamentazione o di adeguati meccanismi di controllo (FMI, 2009e).

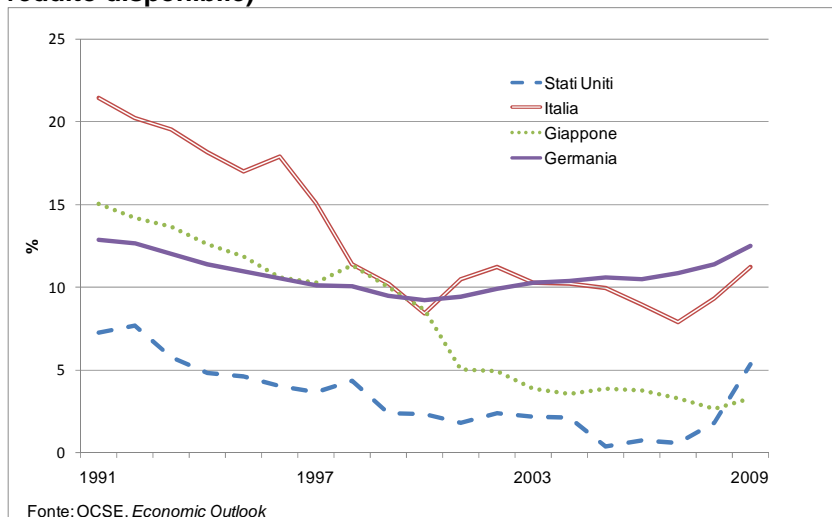
E' certo che la crisi finanziaria si è dispiegata in un contesto macroeconomico caratterizzato da forti e perduranti squilibri riguardanti in particolare l'economia statunitense e quella dei paesi emergenti.

L'economia statunitense, infatti, si è contraddistinta per una propensione al consumo da parte delle famiglie molto elevata, e quindi da una sostanziale contrazione del tasso di risparmio (Figura 1) e, soprattutto dalla seconda metà del 2001, da *deficit* pubblici consistenti determinati da una politica fiscale (e come vedremo tra breve anche monetaria) espansiva. Tutto ciò si è riflesso in un crescente disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che nel triennio 2005-2008 è stato pari a circa il 6 per cento del PIL.

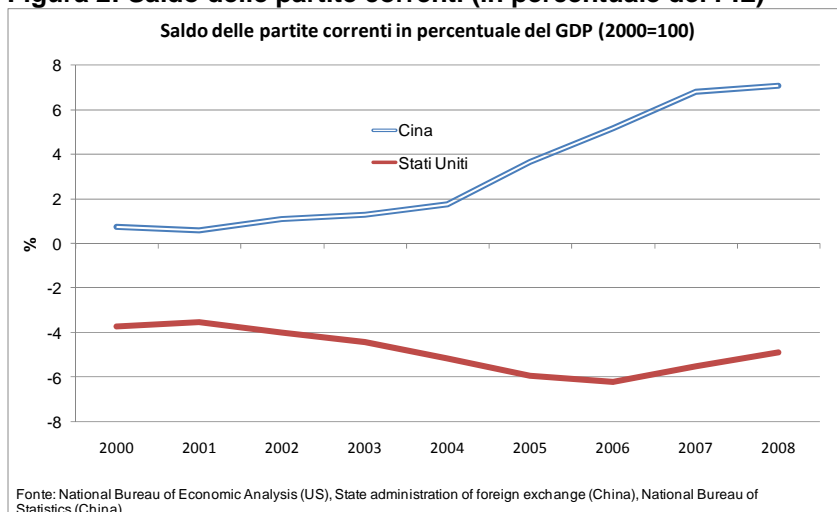
L'economia cinese e quella di altri Paesi emergenti, invece, si è contraddistinta per un modello di sviluppo essenzialmente di tipo *export-led*, in cui la crescita della domanda aggregata (in particolare, dei consumi interni) è stata relativamente più contenuta, a fronte di una elevata propensione al risparmio da parte delle famiglie. Di conseguenza in Cina si è assistito ad un *surplus* crescente di parte corrente, che nel 2008 ha raggiunto il 7 per cento del PIL (Figura 2). Questo ha determinato un notevole flusso di capitali in uscita dai molti Paesi emergenti e diretto verso le economie più avanzate per finanziarne i disavanzi.

Il Giappone e molti Paesi dell'Unione Europea (con le importanti eccezioni del Regno Unito, Irlanda e della Spagna), seppur in presenza di squilibri di entità minore rispetto agli Stati Uniti, sono stati caratterizzati dalla debolezza strutturale della domanda aggregata interna, da una bassa dinamica demografica e, in alcuni casi, da una perdita di competitività (in parte derivante dall'insoddisfacente crescita della produttività). Nel caso delle economie giapponesi e di molti Paesi dell'Unione Europea continentale il tasso di crescita è stato pertanto modesto e fortemente dipendente dall'andamento delle esportazioni e, quindi del commercio mondiale.

**Figura 1: Tasso di risparmio delle famiglie (in percentuale del reddito disponibile)**



**Figura 2: Saldo delle partite correnti (in percentuale del PIL)**



Tra le cause macroeconomiche della crisi rientra anche il lungo periodo di bassi tassi di interesse nominali che ha contribuito a generare una forte espansione della domanda di credito. Le condizioni particolarmente favorevoli all'accesso al credito hanno creato le premesse per l'insorgere di una bolla speculativa sui prezzi delle attività finanziarie e reali, a fronte di premi al rischio che hanno toccato un minimo storico. Nei primi anni di questo decennio, quindi, tale fenomeno si è progressivamente accresciuto divenendo particolarmente evidente, soprattutto negli Stati Uniti e in alcuni Paesi europei (Regno Unito, Irlanda e Spagna).

Le ragioni di bassi tassi di interesse reali potrebbero essere dovuti alla notevole quantità di capitali disponibili nei Paesi emergenti che, come abbiamo detto in precedenza, sono serviti a finanziare gli squilibri di parte corrente di alcuni Paesi più industrializzati. Può aver avuto un

ruolo anche una politica monetaria espansiva in un periodo in cui il tasso di inflazione risultava particolarmente basso, almeno fino all'aumento dei prezzi delle materie prime dall'inizio del 2008.

E' importante, inoltre, sottolineare come l'eccesso di liquidità sia stato facilitato da una serie di cause microeconomiche. Quest'ultime comprendono:

(a) la c.d. "finanziarizzazione" dell'economia, che ha aumentato il rischio sistemico. Negli ultimi decenni, grazie alla piena liberalizzazione dei movimenti di capitale che unitamente allo sviluppo di tecniche informatiche ha condotto alla formazione di un unico grande mercato globale, il peso della finanza è cresciuto enormemente rispetto a quello delle attività produttive ed economiche. Molte imprese industriali, inoltre, realizzano buona parte dei loro fatturati tramite attività finanziarie, non riconducibili all'attività d'impresa tradizionale, rendendo di fatto impossibile distinguere tra capitale produttivo e capitale speculativo;

(b) l'introduzione di strumenti finanziari sempre più complessi, ovvero di titoli derivati strutturati, spesso di difficile valutazione e non adeguatamente (o per nulla) regolamentati;

(c) i problemi di incentivo, di misurazione dei rischi e di regolamentazione del sistema finanziario. In particolare, sono state effettuate molte operazioni rischiose tramite strumenti fuori bilancio e vi è stato un forte ricorso alla leva finanziaria. Inoltre, i modelli di misurazione del rischio si sono rivelati spesso inadeguati. A ciò si aggiunge il ruolo non sempre trasparente delle società di *rating* e di quelle di certificazione del bilancio che se, da un lato, in numerosi casi non sono state in grado di valutare il grado effettivo di rischio dei nuovi prodotti finanziari, dall'altro sono soggette a conflitto d'interessi poiché remunerate dalle stesse società emittenti che sono chiamate a valutare.

## 2.2 Gli eventi scatenanti la crisi

La storia della crisi (Figura 3, cfr. l'Appendice per una cronologia più dettagliata) è ben sintetizzata dal c.d. *OIS spread*,<sup>3</sup> che è una buona misura del grado di funzionamento dei mercati creditizi: più è alto e minore è la fiducia reciproca tra gli istituti finanziari, e dunque la loro propensione a scambiarsi liquidità. Gli analisti considerano tale *spread* come una buona approssimazione del premio al rischio con cui il sistema bancario prezza il rischio di controparte.<sup>4</sup>

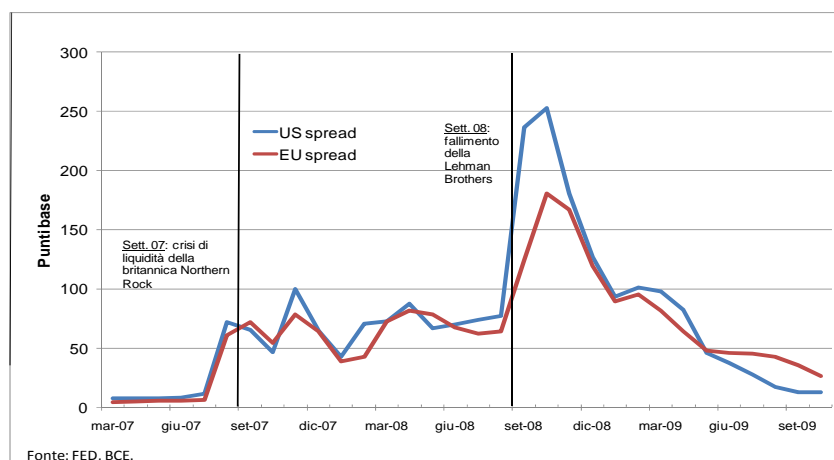
Nel grafico si possono individuare almeno tre fasi della crisi: a) l'avvio con il crollo del mercato immobiliare *subprime* americano nella prima metà del 2007; b) l'ampliamento agli altri settori del mercato creditizio

<sup>3</sup> Lo *spread* è la differenza tra i tassi sui depositi interbancari a tre mesi e il tasso su un contratto *swap* su indici *overnight* (*overnight index swaps*, OIS) di uguale scadenza: salito oltre i 250 punti base dopo il 14 settembre 2008, lo *spread* è sceso di recente sotto i 20 punti base per il dollaro; mentre il corrispondente differenziale in euro è sceso a circa 30 punti base dopo aver sfiorato i 200 nell'autunno 2008.

<sup>4</sup> Il secondo termine dello *spread* non presenta né rischi di credito né rischi di liquidità. Gli *swap* su indici *overnight* sono, infatti, *swap* di tasso d'interesse fisso contro variabile, in cui la "gamba" variabile è collegata ad un indice di tassi interbancari giornalieri. Sul mercato dell'euro essi sono prevalentemente riferiti al tasso *EONIA* (*Euro Overnight Index Average*), che risente delle aspettative sui tassi ufficiali BCE. La curva per scadenza sui tassi *OIS*, che non prevede lo scambio del capitale investito, ma solo regolamento di tasso, risulta molto meno inclinata e stabile di quella del mercato interbancario.

a partire dal settembre 2007, quando la britannica *Northern Rock*, società particolarmente attiva nel settore del credito ipotecario, incontra problemi di liquidità che finiscono per provocare una corsa agli sportelli e l'annuncio di una garanzia dei depositi da parte del Tesoro britannico<sup>5</sup>; tale periodo di forte instabilità finanziaria culmina con il fallimento dell'importante banca d'affari, *Lehman Brothers*; c) la trasmissione della crisi all'economia reale a seguito del fallimento di *Lehman Brothers* il 15 settembre 2008.

**Figura 3: Il rischio di credito: Overnight Index Swap spread**



Le preoccupazioni destate dalle perdite sui prestiti ipotecari *subprime* statunitensi sono sfociate in una situazione di diffusa incertezza in tutto il sistema finanziario che ha fatto temere per la stabilità delle banche e di altre istituzioni finanziarie.<sup>6</sup>

Nell'estate del 2007, quello che inizialmente sembrava un problema circoscritto (ovvero una crisi di liquidità, seppur di notevoli dimensioni) si è rapidamente esteso ad altri segmenti dei mercati del credito e a quelli finanziari più in generale, al punto da pregiudicarne seriamente il funzionamento di ampie parti, e aumentando il rischio di un totale irrigidimento del credito all'economia reale. Il prosciugamento della liquidità, dovuta alle crescenti preoccupazioni sul rischio di controparte, ha creato pressioni nei principali mercati interbancari, mentre i rendimenti dei titoli di stato nelle economie industriali avanzate sono

<sup>5</sup> Il caso del fallimento (e del contestuale salvataggio pubblico) della *Northern Rock* in Gran Bretagna è interessante per capire l'elevato grado di contagio della crisi ai differenti comparti del mercato finanziario internazionale. La *Northern Rock*, infatti, pur non essendo particolarmente coinvolta dalla crisi dei mutui *subprime* si è trovata in brevissimo tempo in forte difficoltà quando, a causa dell'eccesso di leva e della dipendenza dalle fonti di finanziamento a breve ha dovuto subire un restringimento del credito sul mercato interbancario. La conseguente richiesta di sostegno alla Banca d'Inghilterra scatenò una corsa agli sportelli da parte dei correntisti che mise in forte difficoltà l'istituto finanziario.

<sup>6</sup> Il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti prima, e il rallentamento ciclico dell'economia poi, hanno accelerato lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti. L'accresciuto servizio del debito delle famiglie e l'inversione dell'andamento dei valori immobiliari hanno portato a un drastico aumento delle insolvenze. Dalla primavera del 2007, le quotazioni dei prodotti strutturati legati al mercato dei mutui statunitensi (in particolare le obbligazioni strutturate denominate *Collateralized Debt Obligations*, *CDO*, e *Asset Back Securities*) hanno subito una sempre più rapida discesa e il loro mercato si è prosciugato. Ciò ha generato difficoltà di finanziamento delle società emittenti (*SIV*) prima, e, a seguito del loro riassorbimento nei bilanci del sistema bancario, delle banche stesse. Si è reso evidente che il trasferimento di rischi al di fuori delle istituzioni bancarie o comunque al di fuori del sistema finanziario, il c.d. modello *originate-to-distribute*, era in larga parte sovrastimato.

notevolmente diminuiti allorché gli investitori hanno cercato approdi più sicuri.

La crisi acquista velocità e diviene sistemica con il fallimento del gruppo *Lehman Brothers* nel settembre 2008, che ha, di fatto, determinato il dissolvimento della disponibilità di fondi sui mercati interbancari nelle ore immediatamente successive. Gli operatori si sono resi conto che era possibile il fallimento di un grande gruppo con ramificazioni capillari a livello internazionale. Le preoccupazioni sulla solidità delle controparti si sono fatte sempre più acute e l'emissione di strumenti di capitale sul mercato è divenuta estremamente difficile; alla crescente sfiducia si è accompagnata la rarefazione della liquidità. Le banche, anziché immettere fondi sul mercato interbancario, hanno iniziato ad accumulare o a depositare presso le banche centrali ingenti volumi di liquidità, anche per far fronte a improvvise necessità future.

Tutto ciò ha impedito il corretto funzionamento del mercato interbancario; si sono innalzati i tassi di interesse e gli *spread* rispetto ai titoli di stato; le contrattazioni si sono rarefatte sulle scadenze non brevissime, fino a concentrare pressoché tutta l'attività sul segmento *overnight*. Le tensioni sui mercati interbancari di Stati Uniti, area dell'euro e Regno Unito, sono state fortissime e si sono poi attenuate nell'ultima parte del 2008 solamente grazie ai massicci interventi coordinati da parte della comunità internazionale.

## 2.3 I meccanismi di trasmissione e gli effetti reali della crisi

Il principale canale di trasmissione della crisi dal settore finanziario a quello reale è stato il calo di fiducia sui mercati finanziari e nel sistema interbancario e il conseguente razionamento del credito all'economia.

Il crollo della fiducia ha provocato, inoltre, una caduta delle emissioni di obbligazioni societarie.

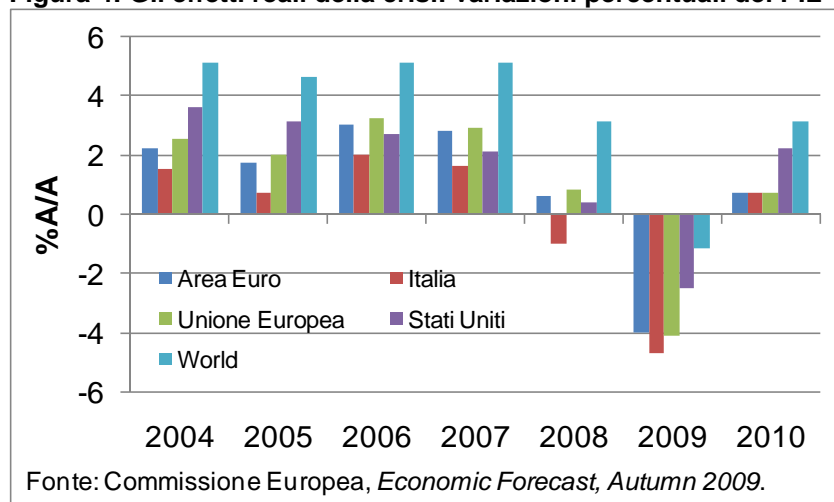
Il restringimento delle possibilità di investimento, unito alla percezione di una forte incertezza sulle prospettive economiche dell'economia globale, ha poi inciso negativamente su tutte le componenti della domanda aggregata. Le imprese, infatti, da un lato hanno ridotto drasticamente i piani di investimento programmati, dall'altro le famiglie hanno visto la loro ricchezza patrimoniale e finanziaria ridursi e di conseguenza hanno rivisto al ribasso le loro decisioni di spesa e aumentato il risparmio a scopo precauzionale. La riduzione del consumo a sua volta ha prodotto una contrazione dei volumi di vendita e del fatturato delle imprese, portando le stesse ad una diminuzione della domanda di lavoro. Ciò si è tradotto in una maggiore disoccupazione nel mercato del lavoro europeo (seppure con differenti andamenti ciclici tra i diversi paesi), che potrebbe a sua volta provocare una nuova caduta dei consumi.

Inoltre, il rallentamento dell'economia reale ha contribuito a deteriorare ulteriormente la qualità dell'attivo bancario e ridotto la propensione delle banche a concedere credito al settore privato. La restrizione creditizia a sua volta potrebbe aver aumentato la probabilità d'insolvenza di famiglie e imprese inducendo un nuovo aggravamento della congiuntura.

Di conseguenza, a un anno dall'acuirsi della crisi, quasi tutte le principali economie avanzate hanno registrato forti contrazioni del PIL

nel 2009 (Figura 4). Il dispiegarsi della recessione ha, quindi, reso necessario l'intervento pubblico nel tentativo di ristabilire la fiducia nel mercato finanziario e di sostenere la domanda aggregata. Tutto ciò è stato attuato ai fini di ristabilire la fiducia tra gli agenti economici, facilitare il funzionamento del mercato creditizio e così interrompere il meccanismo di auto-alimentazione della crisi.

**Figura 4: Gli effetti reali della crisi: variazioni percentuali del PIL**



### 3. LA RISPOSTA ALLA CRISI DELLA COMUNITÀ INTERNAZIONALE

#### 3.1 La reazione statunitense: il Piano Paulson

All'avvio della crisi, la risposta di *policy* è stata contraddistinta da azioni non coordinate da parte dei maggiori paesi industrializzati. Nel periodo compreso tra giugno 2007 e settembre 2008, Stati Uniti, Giappone e le principali economie europee hanno scelto di adottare interventi unilaterali volti principalmente a salvaguardare le istituzioni finanziarie nazionali.

Negli Stati Uniti, il momento peggiore della crisi si contraddistingue per i gravi problemi di liquidità, di fatto al limite dell'insolvenza, della gran parte del sistema bancario; a tale situazione il governo americano rimane incerto sull'opportunità di un intervento pubblico diretto. La strategia è dunque quella di agire caso per caso. In particolare, si sceglie di intervenire nell'agosto 2008 per nazionalizzare *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, agenzie semi-governative specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari<sup>7</sup>, che dall'avvio della turbolenza finanziaria avevano registrato un netto peggioramento delle condizioni patrimoniali. Il principale obiettivo è di garantirne l'adeguatezza patrimoniale e indirettamente evitare un'eccessiva caduta dei prezzi nel mercato immobiliare. Al contrario, il governo americano decide di non intervenire per il salvataggio di un'importante banca di

<sup>7</sup> Create alla fine degli anni trenta, si tratta formalmente di società private, ma dalla fine degli anni sessanta hanno sempre avuto una linea di credito garantita per svolgere la loro "missione pubblica". Acquistando e garantendo mutui ipotecari, esse forniscono un importante sostegno alla disponibilità di credito ipotecario.



investimento internazionale, *Lehman Brothers* (15 settembre 2008), apparentemente, per non alimentare problemi di azzardo morale. Tuttavia, nelle ore immediatamente successive al fallimento della *Lehman Brothers*, la FED interviene a sostegno del gruppo assicurativo *American International Group (AIG)*,<sup>8</sup> in crisi di liquidità, attraverso l'acquisto di partecipazioni azionarie fino all'80 per cento del capitale del gruppo stesso cui fa seguito un nuovo finanziamento.<sup>9</sup>

Infine, il governo americano e la Fed annunciano congiuntamente l'adozione di un piano di emergenza. Al fine di stabilizzare il sistema finanziario statunitense ed evitare un collasso sistemico, il 3 ottobre 2008 viene varato, dopo una prima bocciatura (1 ottobre 2008) e i molti cambiamenti rilevanti da parte del Congresso, l'*Emergency Economic Stabilization Act*, (noto come *Piano Paulson*, l'allora segretario al Tesoro americano) che consisteva inizialmente in un piano di salvataggio da 700 miliardi di dollari destinati a comprare dalle banche titoli illiquidi (il c.d. TARP o *Trouble Asset Relief Program*),<sup>10</sup> a cui si sono aggiunti circa 150 miliardi di dollari di sgravi fiscali, per un totale di circa 850 miliardi di dollari. Il TARP è stato articolato nel corso della crisi con diversi programmi aventi obiettivi specifici.<sup>11</sup>

Con la nuova amministrazione Obama, nell'ambito del Piano Geithner, è stato infine creato il *Financial Stability Program* per completare la stabilizzazione del sistema finanziario, ristabilire i canali di accesso al credito per le famiglie e le imprese e per evitare la perdita delle

---

<sup>8</sup> Il gruppo assicurativo AIG, le cui attività erano pari a circa 1.000 miliardi di dollari, è infatti il più grande operatore mondiale nel settore assicurativo e rappresenta una rilevante controparte nel mercato dei *credit default swaps (CDS)*. Il CDS è un accordo tra un acquirente ed un venditore per mezzo del quale il compratore paga un premio periodico a fronte di un pagamento da parte del venditore in occasione di un evento relativo ad un credito (come ad esempio il fallimento del debitore) cui il contratto è riferito. Spesso è utilizzato con la funzione di polizza assicurativa o copertura per il sottoscrittore di un'obbligazione.

<sup>9</sup> Dalla seconda metà di settembre ha luogo un'imponente azione di consolidamento del sistema bancario statunitense: *Merrill Lynch* viene acquisita da *Bank of America* e *Wachovia* da *Wells Fargo*, mentre le attività di *Washington Mutual*, fallita, sono rilevate da *JP Morgan Chase*, che aveva già acquisito la banca d'affari *Bear Stearns*. Inoltre, le banche d'investimento *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* avviano la propria trasformazione in gruppi bancari al fine di accedere ai canali di liquidità della *Federal Reserve* riservati alle banche, venendo però assoggettate a una più stringente supervisione.

<sup>10</sup> Il Tesoro poteva acquistare in un primo tempo fino a un massimo di 250 miliardi di dollari di *asset* tossici: su richiesta del Presidente degli Stati Uniti, però, il tetto è alzato fino a 350 miliardi. Al di sopra di tale cifra, il Congresso ha diritto di veto e comunque "non si potranno superare i 700 miliardi".

<sup>11</sup> Il piano si articola in quattro parti: (a) salvataggio delle società finanziarie. Una quota di proprietà delle società che accedono al programma di salvataggio andrà in mano pubblica e quindi il Tesoro avrà anche la possibilità di ricevere un profitto se le condizioni di mercato migliorano. Inoltre, se una società che partecipa al TARP, dovesse fallire entro cinque anni e se lo Stato subirà perdite dall'operazione di acquisto degli *asset* tossici, il presidente dovrà preparare una proposta di legge che chieda un rimborso alle società coinvolte. Inoltre, lo Stato assicurerà gli *asset* tossici contro future perdite, in cambio del pagamento di una commissione da parte delle società che li possiedono. Infine, il governo avrà la possibilità di acquisire *asset* illiquidi anche da fondi pensione, governi locali e piccole banche i cui clienti sono famiglie a reddito medio e basso. (b) Fissazione di tetti agli stipendi dei manager delle società assistite. Divieto di *bailout clause* (clausola a paracadute o buone uscite) milionarie per gli amministratori delegati o per altri dirigenti che perdono il posto di lavoro. Sono previsti anche limiti ai *bonus* o ad altri compensi che incoraggiano investimenti eccessivamente rischiosi così come la restituzione del *bonus* in caso di investimenti i cui rendimenti siano inferiori a quanto atteso. (c) Rafforzamento del potere di supervisione. È istituito un organismo di supervisione del Piano *Paulson* con Consiglio di sorveglianza indipendente dal Governo e nominato dal Congresso. Si prevede, inoltre, il controllo e la supervisione del programma da parte del *General Accounting Office* (la Corte dei Conti americana). È nominato un Ispettore generale indipendente per monitorare le decisioni del Tesoro e la possibilità di riesame da parte del giudice delle azioni del Tesoro. È rafforzata anche la trasparenza; verranno infatti richieste le tracce della transazioni dei prodotti strutturati *online*. Infine, è confermata la facoltà della SEC di sospendere le valutazioni dei titoli con il metodo *mark-to-market*. (d) Protezione dei proprietari di case. Si conferisce al governo il potere di rinegoziare i termini dei mutui per ridurre le pressioni sulle famiglie. Si garantiscono aiuti alle banche locali colpite dalla crisi dei mutui. Sono previsti anche crediti d'imposta per le famiglie con redditi medi e le piccole imprese.

abitazioni per milioni di famiglie americane.<sup>12</sup>

Dal lato della politica monetaria, l'azione della FED si è articolata su diverse linee d'azione al fine di contrastare la diffusione degli effetti della turbolenza finanziaria e moderare l'impatto sull'economia reale.

La prima linea d'azione è stata caratterizzata da una politica monetaria accomodante già a partire dal settembre 2007, con un taglio di 50 punti base nel tasso di *policy* per arrivare a 100 punti base cumulati alla fine del 2007. L'intervento di maggior impatto delle autorità monetarie si è avuto nell'ottobre 2008 quando è stato realizzato un taglio coordinato dei tassi di interesse da parte delle sei maggiori banche centrali.<sup>13</sup>

La seconda è stata quella di accrescere il suo ruolo di prestatore di ultima istanza, fornendo liquidità direttamente al settore privato accettando in garanzia attività illiquide, che non avevano più una funzione di collaterale nei mercati finanziari.

Infine, la terza è stata quella di promuovere la stabilità finanziaria collaborando con il Tesoro e le altre autorità di vigilanza al salvataggio di alcune grosse istituzioni finanziarie, come *Bear Sterns*, *AIG*, *Citygroup* e *Wachovia*, favorendone l'acquisizione da parte di altre istituzioni oppure entrando direttamente nel capitale come nel caso di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*.

### 3.2 L'azione dei singoli Stati membri dell'UE

Nell'estate del 2007, la crisi dei mutui *subprime* arriva in Europa, ma non tutti i governi intervengono immediatamente. La situazione più critica riguarda il sistema bancario inglese e tedesco. In particolare, le inglesi *Northern Rock* e *Barclays* chiedono un finanziamento straordinario alla *Bank of England*, mentre nel settembre 2007 il governo del Regno Unito, il più attivo tra quelli europei, annuncia quasi contemporaneamente di garantire tutti i depositi alla *Northern Rock*, il colosso del credito ipotecario. Pochi mesi più tardi, la banca tedesca *IKB* dichiara le proprie difficoltà, così come *Sachsen LB*. Il gruppo francese *BNP* congela tre fondi, data l'impossibilità di valutarli adeguatamente a causa della crisi.

Il tratto caratteristico della prima reazione alla crisi finanziaria da parte dei governi europei è quello di agire senza coordinamento. Emblematico a riguardo è stato il caso irlandese. L'Irlanda, infatti, decide di garantire interamente i depositi delle banche e i debiti degli istituti di credito locali, per un ammontare complessivo pari a circa 400 miliardi di euro che corrisponde a più del doppio del PIL irlandese.<sup>14</sup>

Nei casi più gravi si è assistito a delle vere e proprie nazionalizzazioni. La Francia, il Belgio, l'Olanda e il Lussemburgo, infatti, hanno attuato un intervento congiunto per nazionalizzare i due colossi bancari multinazionali: *Fortis* (con un impiego finanziario complessivo di circa 11 miliardi di euro) e *Dexia* (6,7 miliardi di euro). Nel frattempo, nel

<sup>12</sup> Per ulteriori dettagli Cfr. <http://www.financialstability.gov/roadtostability/programs.htm>.

<sup>13</sup> In questo periodo con tassi di interesse nominali ai minimi storici lo spazio per la politica monetaria tradizionale è limitato, tuttavia la FED ha continuato ad immettere liquidità attraverso il c.d. *quantitative easing*, ossia l'acquisto di attivi diverse dai titoli pubblici.

<sup>14</sup> Questo provvedimento ha immediatamente sollevato molte critiche da parte degli altri *partner* europei, che hanno letto in un tale intervento una forma di protezionismo e di concorrenza sleale del governo irlandese.

febbraio 2008, il Regno Unito aveva scelto di nazionalizzare la *Northern Rock* e successivamente di rilevare 91 miliardi di dollari di mutui ipotecari della *Bradford & Bingley*. Nell'insieme, il costo complessivo di tali provvedimenti è stato pari a più di 100 miliardi di euro, tra nazionalizzazioni e aiuti di Stato.

All'apice della crisi comincia a profilarsi la necessità di un più stretto coordinamento tra gli interventi intrapresi su base nazionale, ma all'inizio i risultati sono limitati. I principali Stati europei (G4),<sup>15</sup> riunitisi a Berlino il 4 ottobre 2008, non trovando una risposta comune, decidono di procedere secondo esigenze e piani nazionali. Fallisce dunque la proposta francese che chiedeva di istituire un fondo di garanzia europeo. Prevale al contrario l'impostazione tedesca alla crisi, ovvero quella di elaborare delle linee guida comuni tra i grandi Paesi europei, che conservano tuttavia una piena autonomia nelle decisioni da prendere riguardo ai casi di salvataggio delle banche nazionali.

L'esito del vertice di Berlino determina la pronta reazione dei mercati finanziari che sottolinea come la scelta delle priorità nazionali appaia profondamente inadeguata ed insufficiente. Il 6 ottobre 2008 si assiste a un altro "lunedì nero" per le Borse europee; i principali indici borsistici registrano un crollo: Milano -8,24 per cento; Parigi -9,04 per cento; Londra -7,85 per cento; Francoforte -7,07 per cento. A ciò si aggiungono, negli stessi giorni, le previsioni fosche del FMI secondo cui la crisi finanziaria mondiale sarebbe costata 1400 miliardi di dollari nel mondo, con il 40 per cento delle perdite concentrato in Europa.

### 3.3 Da un approccio nazionale ad un approccio coordinato

I successivi sforzi di coordinamento internazionale mostrano un maggiore successo. A fronte di una situazione sempre più grave che inizia a ripercuotersi nel settore reale, il G7 di Londra del 10 ottobre 2008 e i vertici dell'*International Monetary and Financial Committee* (IMFC) e G20 (in Ministeriale straordinaria) dell'11 ottobre, decidono di rispondere ad una crisi ormai globale con un'azione più incisiva e coordinata (riguardante essenzialmente il settore bancario e creditizio), articolata in 5 punti: (a) impedire con ogni mezzo il fallimento di istituzioni di rilevanza sistemica; (b) garantire l'accesso alla liquidità e agevolare il funzionamento del mercato monetario; (c) assicurare la necessaria ricapitalizzazione del sistema bancario con capitale pubblico e privato; (d) tutelare con adeguate garanzie e assicurazioni i depositi al dettaglio; (e) sostenere i mercati secondari dei mutui e altre attività assicurative.

L'azione coordinata di protezione del mercato finanziario si rafforza anche a livello europeo. In particolare, un segnale importante è la riunione dell'Eurogruppo per la prima volta in formazione di Capi di Stato e di Governo con l'aggiunta della Gran Bretagna (12 ottobre). Inoltre, al Consiglio Europeo del 15-16 ottobre si concorda sulla necessità di intraprendere in modo coordinato le seguenti misure: (a) garanzia statale sulle passività bancarie emesse fino al 31 dicembre

---

<sup>15</sup> Al vertice hanno partecipato i capi di governo della Germania, della Francia, della Gran Bretagna e dell'Italia, a cui si sono aggiunti il presidente della Commissione Europea, Barroso, il presidente dell'Eurogruppo Junker, e il presidente della Banca Centrale Europea, Trichet.

2009 e con validità fino a cinque anni; (b) immissione di nuovo capitale tramite acquisto di quote azionarie; (c) ricapitalizzazione delle banche di importanza sistemica in difficoltà.

In tale contesto è stato istituito da parte della Commissione Europea nell'ottobre 2008, un *High Level Group for the Financial Supervision in the EU*, guidato dal francese Jacques de Larosière con il compito di individuare i possibili miglioramenti in termini di supervisione e regolamentazione al sistema finanziario europeo (Cfr. par.4.3.5).

A ciò si aggiunge la crescente consapevolezza della necessità di sostenere l'economia reale. I leader europei maturano la convinzione che sia necessario dare avvio anche ad un'azione congiunta dal lato dell'economia reale al fine di riattivare la crescita e l'occupazione, attraverso il rilancio della fiducia degli agenti economici e della domanda aggregata.<sup>16</sup> Si dà quindi mandato alla Commissione di elaborare tale strategia che culminerà con la presentazione il 26 novembre 2008 del "Piano europeo per la ripresa economica" (*European Economic Recovery Plan*), approvato dal Consiglio Europeo del 12 dicembre 2008.

#### 4. L'AZIONE EUROPEA TRA VINCOLI ED OPPORTUNITÀ

##### 4.1 Il Piano europeo per la ripresa economica: Finalità, struttura e strumenti

Il Piano europeo per la ripresa economica si fonda su due pilastri, che si rafforzano vicendevolmente. In primo luogo, il Piano propone l'introduzione di misure a breve termine per rilanciare i consumi privati, salvaguardare l'occupazione e accrescere la fiducia dei consumatori e delle imprese. In secondo luogo, incoraggia l'attuazione di investimenti pubblici in capitale umano e fisico in grado di garantire una crescita di lungo termine più elevata. La filosofia sottostante il Piano è sintetizzata dalle parole del Presidente della Commissione Barroso: *"Questo periodo eccezionale richiede misure eccezionali.[...] L'Europa deve estendere all'economia reale il suo coordinamento senza precedenti sui mercati finanziari. Questo piano di ripresa, che è al tempo stesso vasto, audace, strategico e sostenibile, [...] mira a fornire le prime indicazioni su come andare oltre il sostegno al settore finanziario e affrontare i problemi dell'economia reale"*. Il Presidente della Commissione ha aggiunto: *"Il piano di ripresa può non soltanto salvare nell'immediato i posti di lavoro di milioni di persone, ma anche trasformare la crisi in un'occasione per incentivare una crescita eco-compatibile (low carbon economy) e creare in futuro posti di lavoro più numerosi e di migliore qualità"*. *"[...] Se non interveniamo adesso, potrebbe innescarsi un circolo vizioso recessivo di diminuzione del*

<sup>16</sup> Gli scettici nei confronti dell'efficacia dello stimolo fiscale sostengono che nelle economie altamente integrate, un aumento della spesa fiscale in un paese contribuisce a migliorare l'occupazione e il prodotto dei paesi terzi, di conseguenza una parte dell'espansione fiscale è persa a beneficio dei paesi che fanno *free riding* (Beetsma *et al.*, 2006). Di contro, è possibile argomentare che l'intervento fiscale è più efficace a livello aggregato se tutti i governi lo pongono in essere contemporaneamente. In questo modo tutti i paesi possono beneficiare dell'espansione fiscale degli altri, compensando le perdite di beneficio dovute all'apertura delle economie (Krugman, 2008). In letteratura (per tutti Cfr. IMF, 2009b), vi è ampio consenso sul fatto che le politiche fiscali coordinate hanno un maggiore impatto sia in termini di PIL sia in termini di disavanzo.

*potere d'acquisto e del gettito fiscale, aumento della disoccupazione e ulteriore aggravamento dei disavanzi di bilancio".*

L'obiettivo principale del Piano pertanto rimane quello di conciliare il più possibile le misure di breve periodo con le finalità di lungo periodo, quali un'elevata crescita potenziale e la sostenibilità delle finanze pubbliche. Le misure intraprese a livello d'unione e nazionale devono essere attuate coerentemente alla rinnovata Strategia di Lisbona e alle regole fissate nel Patto di Stabilità e di Crescita (PSC). Al fine di garantire tale coerenza è necessario che gli interventi siano mirati (*targeted*), tempestivi, temporanei e temporalmente coerenti (seguano, in altre parole, il cosiddetto "4Ts approach" così come definito dalla Commissione europea).

L'impostazione generale del Piano mira a garantire la partecipazione di tutti gli Stati membri senza tuttavia interventi identici, viste le diverse situazioni di partenza. Infatti, quei Paesi che sono stati in grado di sfruttare la precedente fase ciclica positiva per stabilizzare le finanze pubbliche dispongono di un margine di manovra più ampio in termini di politica di bilancio e di stabilizzazione ciclica.

La convinzione alla base di tale iniziativa è che un'azione coordinata abbia un effetto moltiplicatore (attraverso gli *spillover* positivi di ciascun intervento nazionale sulle economie degli altri *partner*) al contrario di interventi nazionali frazionati, incoerenti e di dimensione finanziarie ridotte.

Il Piano di Ripresa prevede complessivamente un intervento finanziario per il 2009 pari a circa 200 miliardi di euro pari all'1,5 per cento del PIL dell'intera unione, che dovrebbe raggiungere circa il 2 per cento se si considera anche il 2010 (Commissione Europea, 2009d). Circa 170 miliardi di euro (1,2 per cento del PIL) dovrebbero essere messi a disposizione a livello degli Stati membri, e circa 30 miliardi di euro (0,3 per cento del PIL) a livello della Comunità, mediante azioni nel quadro del bilancio della UE e della Banca Europea per gli Investimenti (BEI).

In termini generali, l'EERP contempla un'azione congiunta per: (a) sostenere il reddito delle famiglie e gli investimenti delle imprese; (b) promuovere l'imprenditoria, la ricerca e l'innovazione; (c) premiare con determinati incentivi le misure *environmental-friendly*, tra cui in particolare gli investimenti a bassa emissione di anidride carbonica (*low-carbon*).

A livello comunitario gli interventi riguardano principalmente la semplificazione e l'accelerazione dell'utilizzo degli strumenti già esistenti. Il piano propone, infatti, di:

(a) accelerare i pagamenti (fino a 6,3 miliardi di euro) dei fondi strutturali e sociali;<sup>17</sup>

(b) migliorare le interconnessioni energetiche e le infrastrutture a banda larga a favore delle quali la Commissione mobiliterà 5 miliardi di euro (oltre a quelli già stanziati) per il periodo 2009-10. Inoltre, la BEI aumenterà nel 2009 i suoi interventi annuali nell'UE di circa 15 miliardi di euro, con una cifra analoga per il 2010;

---

<sup>17</sup> In particolare, è stata avviata una semplificazione dei criteri applicati al sostegno del Fondo Sociale Europeo (FSE), rimodulando la spesa e incrementando i pagamenti degli anticipi dall'inizio del 2009 in modo tale da garantire agli Stati membri un più rapido accesso a un importo fino a 1,8 miliardi di euro al fine di rafforzare le politiche attive per il mercato del lavoro, concentrare il sostegno verso le categorie più vulnerabili, intensificare le azioni volte a migliorare le competenze e, ove necessario, optare per un finanziamento comunitario integrale dei progetti durante questo periodo.

(c) contribuire alla tutela e alla creazione di posti di lavoro anche attraverso la concessione di finanziamenti fino a 4,5 miliardi di euro provenienti dal fondo di coesione e altre misure volte ad accelerare l'attuazione dei principali progetti d'investimento;

(d) ampliare il campo di applicazione e consentire interventi più rapidi del Fondo europeo di adeguamento alla globalizzazione (FEAG), affinché il Fondo contribuisca a preservare i posti di lavoro, o nel caso di disoccupazione, ritrovare un impiego.

Inoltre, il Piano di ripresa contiene proposte dettagliate di partenariato fra il settore pubblico, attraverso i fondi della Comunità, della BEI e nazionali, e il settore privato per promuovere le tecnologie “green” attraverso un sostegno all'innovazione. Ad esempio, rientrano in tale ambito: un'iniziativa europea per le auto “verdi”, con un finanziamento combinato di almeno 5 miliardi di euro, un'iniziativa europea per edifici efficienti sul piano energetico, pari a 1 miliardo di euro, e un'iniziativa per le “fabbriche del futuro” stimata a 1,2 miliardi di euro.

Il Piano auspica inoltre l'adozione di interventi mirati a sostenere l'attività produttiva e la domanda di lavoro da parte delle imprese. Gli Stati membri potrebbero prendere in considerazione, infatti, una riduzione dei contributi sociali versati dai datori di lavoro per le persone a più basso reddito oppure rendere permanenti le aliquote IVA agevolate per servizi ad alta intensità di lavoro. Si prevede inoltre una riduzione sostanziale degli oneri amministrativi per le piccole e medie imprese, ad esempio abolendo l'obbligo per le microimprese di elaborare conti annuali, agevolando l'accesso agli appalti pubblici e garantendo che le autorità pubbliche paghino le fatture emesse in tempi certi.

Infine, il Piano prevede alcune misure destinate ad aumentare la flessibilità nell'applicazione delle norme in materia di concessione di aiuti di stato, garantendo comunque il rispetto delle normali condizioni di concorrenza stabilite nel Trattato dell'UE. Queste misure comprendono un pacchetto di semplificazioni volto ad accelerare il processo decisionale in materia di aiuti di Stato. Ogni finanziamento deve inserirsi in uno dei settori per promuovere gli obiettivi di Lisbona, quali la ricerca, l'innovazione, la formazione, la tutela ambientale e, in particolare, le tecnologie e i trasporti puliti e l'efficienza energetica. La Commissione autorizzerà in via temporanea gli Stati membri a facilitare l'accesso ai finanziamenti alle imprese mediante garanzie e prestiti sostenuti da misure d'aiuto per investimenti in prodotti che siano più ambiziosi delle norme comunitarie in materia di ambiente.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Ciò sarà attuato innalzando l'attuale soglia di sicurezza per il capitale di rischio delle società che possono accedere agli aiuti da 1,5 a 2,5 milioni di euro e consentendo, a determinate condizioni ed entro determinati massimali, (a) di concedere aiuti di Stato per garanzie su prestiti a favore di talune società che hanno difficoltà ad ottenere finanziamenti e (b) di concedere aiuti fino al 50 per cento (per le PMI) e al 25 per cento (per grandi imprese) del tasso di riferimento per prestiti finalizzati a investimenti nella fabbricazione di prodotti che si conformano anticipatamente alle nuove norme comunitarie, non ancora in vigore, che innalzano il livello di tutela ambientale, o di prodotti che vanno al di là di tali norme.



## 4.2 Vincoli e opportunità dell'azione europea

Il Piano europeo per la ripresa economica si muove all'interno di un *framework* istituzionale e normativo ben preciso che se, da un lato, condiziona l'azione di bilancio dei Paesi membri dell'UE, dall'altro, potrebbe offrire opportunità rilevanti sia per riattivare il percorso delle riforme strutturali indicato nella rinnovata Strategia di Lisbona sia per riprendere il processo d'integrazione europea di fatto interrotto nel 2005 e nel 2008 dopo l'esito negativo dei *referendum* sulla Costituzione europea in Francia, Olanda e Irlanda.

All'interno dei vincoli distingueremo tra quelli *de jure*, vale a dire direttamente riconducibili all'assetto istituzionale dell'UE, e quelli *de facto*, che dipendono dalla situazione economica e di finanza pubblica dei vari Paesi. Con riferimento alle opportunità, invece, differenzieremo quelle legate al pieno ed efficiente utilizzo degli strumenti e delle risorse già esistenti in ambito comunitario e quelle che sono progressivamente emerse con l'acuirsi della crisi finanziaria (prima) e reale (poi).

### 4.2.1 Vincoli *de jure*: quanto sono flessibili le procedure europee?

Tra i vincoli istituzionali emergono chiaramente i limiti imposti dal PSC, che interessano la politica di bilancio, e quelli legati alla politica della concorrenza, con particolare riferimento agli aiuti di stato.

Nonostante la crisi, infatti, la politica di bilancio deve continuare ad essere condotta in linea con i dettami del nuovo PSC, al fine di preservare la sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche. La riforma del Patto, avvenuta nel 2005, si muove in tal senso con l'obiettivo di tenere conto del ciclo economico per valutare le *performance* di bilancio degli Stati membri.<sup>19</sup>

L'obiettivo principale della riforma del PSC è stato di rendere l' *European fiscal framework* più flessibile. E' stato stabilito che l'aggiustamento fiscale richiesto nelle fasi positive del ciclo (*good times*) fosse più consistente, mentre una maggiore flessibilità era concessa nelle fasi di bassa crescita o lieve contrazione (*bad times o mild recession*). Questo avrebbe assicurato agli Stati membri una migliore capacità di utilizzo degli ammortizzatori sociali o delle politiche discrezionali se necessario. Allo stesso tempo, la Procedura dei Disavanzi Eccessivi (d'ora in poi PDE che disciplina la parte sanzionatoria del Patto) avrebbe rappresentato ancora un valido meccanismo di *peer review* e *peer pressure* in grado di salvaguardare il rispetto del vincolo del 3 per cento del rapporto indebitamento netto/PIL. Inoltre, la ridefinizione delle c.d. "circostanze eccezionali" e degli "altri fattori significativi" dovrebbe permettere di attenuare gli automatismi della procedura e far sì che anche un *deficit* superiore al 3 per cento possa non essere considerato eccessivo in fasi cicliche

<sup>19</sup> La riforma mira a rendere il Patto più flessibile attraverso il perseguimento dei seguenti obiettivi: (a) dotare l'insieme delle " *European fiscal rules*" di un adeguato fondamento teorico, al fine di aumentare la loro credibilità; (b) migliorare la condivisione da parte dei *policy-maker* nazionali alle regole di bilancio fissate in sede europea; (c) sfruttare più efficacemente i periodi di maggior crescita economica per intraprendere gli eventuali aggiustamenti fiscali ed evitare così di attuare politiche pro-cicliche; (d) dare maggior accento alle problematiche di sostenibilità di lungo periodo della finanza pubblica attraverso una più attenta analisi della dinamica del debito pubblico.

eccezionalmente avverse.<sup>20</sup>

Altri vincoli sono presenti per assicurare un *level playing field* tra imprese nel mercato unico. E' necessario, infatti, che gli interventi di politica industriale adottati in favore di determinati settori economici non violino le norme volte ad impedire pratiche protezionistiche nell'ambito del commercio internazionale e quelle relative agli aiuti di stato. Il mantenimento di condizioni competitive nei differenti settori economici costituisce, infatti, il presupposto imprescindibile per il completamento del mercato interno.

L'allargarsi della crisi ha spinto la Commissione ad allentare alcuni vincoli. In materia di aiuti di stato, ad esempio, la Commissione Europea ha parzialmente e temporaneamente derogato ai principi del diritto comunitario. Al fine di contrastare gli effetti recessivi di restringimento del credito derivanti della crisi finanziaria globale, ha adottato nell'ottobre 2008 un pacchetto di misure temporanee che avranno validità sino al termine del 2010. In primo luogo, è stato varato una sorta di "*maxi de minimis*" in base al quale le amministrazioni pubbliche potranno concedere aiuti alle imprese sino all'importo complessivo di 500 mila euro. Gli altri interventi resi adesso più facili riguardano: garanzie pubbliche per l'accesso ai prestiti, prestiti agevolati o bonifici dei tassi di interesse, e possibilità di intervenire in maniera più decisa con fondi pubblici nel capitale di rischio delle imprese (si veda anche la Sezione 4.1).

### 4.2.2 Vincoli de facto: la disciplina dei mercati

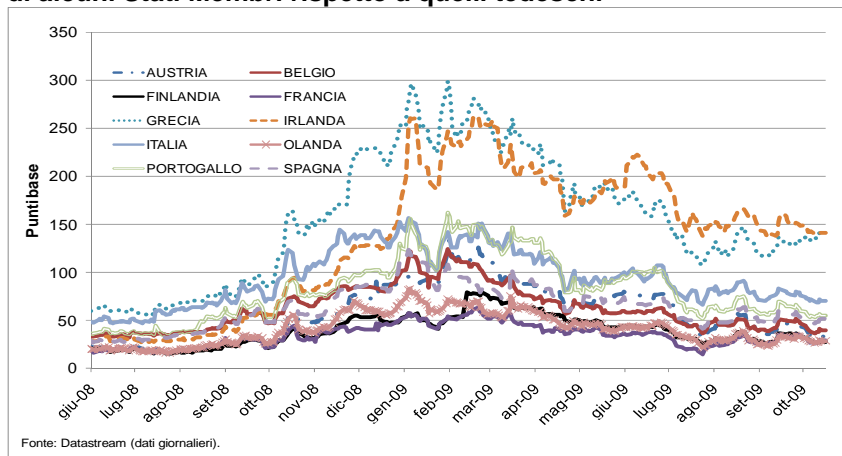
A prescindere dai limiti del PSC, la politica di bilancio nazionale rimane comunque soggetta alla necessità di garantire la solvibilità e, quindi, di evitare che i mercati finanziari percepiscano il debito pubblico come rischioso. E' dunque necessario che la politica di bilancio nel suo complesso si mantenga su un sentiero di sostenibilità di medio termine in modo da mantenere basso il premio per il rischio sui titoli del debito pubblico. Un indicatore del c.d. premio per il rischio all'interno dell'area euro è rappresentato dagli *spread* dei tassi di interesse rispetto a titoli del debito pubblico del paese *benchmark*, di solito i *bund* tedeschi (Figura 5). Lo *spread* è cominciato a salire dal marzo 2008 e in modo più deciso dall'autunno 2008 per poi scendere dalla primavera del 2009 in concomitanza con andamenti più rassicuranti sui mercati finanziari e reali.

---

<sup>20</sup> Per "circostanze eccezionali" s'intende non più una caduta annuale del PIL superiore al 2 per cento come previsto nella versione originale del Patto, ma una crescita negativa o una riduzione cumulata del prodotto durante un periodo prolungato, mentre per "altri fattori significativi" si prende a riferimento l'analisi qualitativa di determinate variabili, tra cui gli investimenti pubblici, le spese per ricerca e sviluppo, la sostenibilità del debito, le riforme strutturali. Viene, infine, attribuita maggiore rilevanza per la valutazione dell'esistenza di un disavanzo eccessivo, alle riforme del sistema pensionistico.



**Figura 5: Differenziali di rendimento dei titoli governativi a 10 anni di alcuni Stati Membri rispetto a quelli tedeschi**



Un secondo vincolo sostanziale è dato dalla necessità di introdurre misure che, seppur utili nel breve, non danneggino la *performance* economica di medio periodo. Gli interventi anti-crisi, quindi, dovranno seguire il “4Ts approach” soprattutto quando questi possono potenzialmente porsi in conflitto con la crescita di lungo periodo. In particolare, le politiche fiscali espansive non devono minare le condizioni di competitività delle economie nazionali, introducendo ad esempio, per un periodo troppo lungo, elementi di distorsione nell’allocazione delle risorse.

Il terzo limite deriva dal fatto che in alcuni Stati membri le iniziali condizioni macroeconomiche e di finanza pubblica non erano particolarmente favorevoli già prima della crisi. Infatti, i Paesi che potevano contare su una situazione di finanza pubblica più solida, oggi dispongono di un maggiore grado di flessibilità della politica di bilancio, al contrario di quelli il cui rapporto *deficit*/PIL è rimasto nel corso degli ultimi anni prossimo alla soglia del 3 per cento. Tale situazione, inoltre, è maggiormente stringente per quei Paesi membri che presentano anche un elevato debito pubblico, vicino o superiore alla soglia del 60 per cento. La conseguenza di ridotti margini di manovra è che i governi dovranno concentrarsi su misure selettive favorendo quei settori che presentano esternalità positive o che sono caratterizzati da una più elevata produttività (Commissione Europea, 2009a).

Infine, il quarto limite riguarda la dimensione ridotta (pari a circa 1 per cento del PIL comunitario) e le funzioni circoscritte assegnate al bilancio comunitario (quella allocativa e redistributiva) che, pur nella necessità di un piano di rilancio dell’economia europea di dimensioni rilevanti, non gli consentono di assolvere il compito di stabilizzazione ciclica dell’economia europea.

#### 4.2.3 Le opportunità *de jure*: un maggior ruolo comunitario

Le opportunità *de jure* comprendono essenzialmente il rafforzamento di un insieme di azioni e di strumenti (già esistenti) da attuare a livello comunitario.

Innanzitutto, l'aver riaffermato la validità dei vincoli posti dal PSC rappresenta per gli Stati membri anche un'opportunità in quanto ne rafforza la credibilità fiscale. Infatti, il *framework* del PSC rafforza le aspettative sulla sostenibilità della finanza pubblica nel medio termine per i singoli Stati membri e per l'Europa nel suo insieme. La PDE impone, infatti, il rientro dai disavanzi, misurati in termini strutturali, verso gli obiettivi di medio termine (*medium target objectives*) coerenti con la sostenibilità della finanza pubblica. Tale procedura sebbene sia stata al momento differita in attesa che la ripresa economica si consolidi, mantiene intatta la sua validità.

In secondo luogo, il Piano europeo prevede il potenziamento delle risorse destinate ai Fondi strutturali, con particolare riferimento al FSE. In particolare, l'obiettivo principale è quello di migliorarne la gestione complessiva, non solo aumentando l'ammontare delle risorse finanziarie stanziato, ma anche velocizzandone le modalità di accesso attraverso la riduzione degli oneri amministrativi da parte dei potenziali beneficiari e di erogazione da parte delle istituzioni comunitarie.

In terzo luogo, si rafforza il ruolo della Banca Europea degli Investimenti (BEI) che attraverso le risorse a sua disposizione è in grado di accelerare l'attuazione degli investimenti infrastrutturali, i c.d. *TENs* (*Trans European Networks*).<sup>21</sup> L'obiettivo primario è quello di concentrarsi sull'avvio o sul completamento delle infrastrutture materiali o interconnessioni che riguardano settori strategici, per esempio quello energetico, in grado di produrre esternalità positive in altri settori (ad esempio, riduzione dei costi di approvvigionamento energetico) e di riattivare più rapidamente la ripresa europea.

#### **4.2.4 Le opportunità de facto: verso un'economia “verde” e basata sulla conoscenza?**

La crisi attuale potrebbe dare slancio al nuovo ciclo della Strategia di Lisbona per il periodo 2010-20, introducendo o completando un insieme di riforme che “in tempi normali” avrebbero potuto incontrare maggiori resistenze da parte dei gruppi di interesse coinvolti. Nell'ambito delle priorità individuate nella Strategia di Lisbona, è possibile identificare delle tipologie di riforme che sostengono anche la domanda aggregata nel breve termine e rafforzano la capacità di resistenza agli *shock* avversi, cercando di dare una risposta di breve periodo alla crisi ma anche favorendo obiettivi di lungo termine.<sup>22</sup>

In molti Paesi come risposta alla crisi sono state introdotte misure per innalzare la spesa in R&S, innovazione ed in capitale umano. Molte di queste hanno come obiettivo il miglioramento dell'efficienza energetica, lo sviluppo di nuove fonti rinnovabili con l'obiettivo di favorire il passaggio dell'economia europea verso una di tipo *environmental-friendly*.

In alcuni casi, le misure introdotte hanno principalmente riguardato il

---

<sup>21</sup> Una soluzione del tutto analoga riguardo il maggior impegno da parte della BEI negli investimenti infrastrutturali, era stata proposta durante il semestre di Presidenza italiana dell'UE nella definizione della c.d. “Azione Europea per la Crescita”. (Cfr. DPEF 2004-2007, pagg.66-67).

<sup>22</sup> Per un'analisi approfondita circa la strategia che la nuova Commissione dovrebbe intraprendere al fine di rispondere al meglio alle sfide della crisi, unitamente all'invecchiamento della popolazione e dei cambiamenti climatici, cfr. Brugel (2009).

mercato del lavoro, migliorando le politiche di *flexicurity*. In alcuni Paesi, le Parti Sociali hanno mostrato una forte volontà di rispondere alla crisi attraverso una maggiore flessibilità oraria. In altri, come l'Italia, il sistema di ammortizzatori sociali è stato ampliato sia con riferimento alla durata sia alle categorie dei lavoratori interessati, rendendolo più omogeneo tra i settori economici coinvolti.

E' probabile che la successiva *exit strategy*, ovvero il percorso di rientro dai *deficit* eccessivi, imporrà altre scelte in molti Stati membri, come indicato nelle Conclusioni della riunione dell'Ecofin informale di Göteborg del 1-2 ottobre. Tali scelte dovrebbero riguardare: (a) la necessità di un tempestivo ritiro delle misure anti-crisi; (b) un aggiustamento strutturale dei conti pubblici in linea con quanto stabilito dal Patto di Stabilità e Crescita; (c) l'esigenza che tale aggiustamento sia accompagnato dall'attuazione di un ampio programma di riforme strutturali riguardanti soprattutto il mercato del lavoro e gli investimenti di lungo periodo; (d) la necessità di un rafforzamento dei *national budgetary framework*, quali ad esempio l'introduzione di appositi meccanismi o procedure (la *spending review*, più adeguati processi decisionali di bilancio e una nuova *fiscal governance*).

#### 4.2.5 Le opportunità da sfruttare

L'eccezionalità della crisi economico-finanziaria può infine costituire un'opportunità per rafforzare l'obiettivo dell'Unione Europea verso il perseguimento di uno sviluppo sostenibile.

Il rilancio potrebbe poggiare su un duplice sentiero (Monti, 2009), realizzabile assicurando un adeguato consenso sociale: la difesa e il rilancio del mercato unico; il proseguimento delle riforme strutturali.

In particolare secondo Monti (2009), al fine di riattivare il processo di integrazione europeo, la sfida è quella di realizzare un compromesso tra modelli economici diversi tra loro, quello "continentale" basato sull'economia sociale di mercato e quello "anglo-sassone" più attento a non intervenire sul mercato e sulla concorrenza. Il compromesso coniugherebbe i vantaggi dell'integrazione dei mercati, con un maggiore coordinamento fiscale a livello europeo diretto alla realizzazione degli obiettivi sociali. Se il grado d'efficacia dell'approccio coordinato si rivelerà efficace nel sostenere il reddito e l'occupazione, gli Stati membri potrebbero decidersi a devolvere parte delle loro competenze in materia di politica di bilancio in sede sovranazionale, favorendo un ruolo rafforzato anche per il bilancio comunitario.

E' anche auspicabile che l'Europa svolga un ruolo da protagonista nella riscrittura dell'architettura finanziaria globale. L'integrazione finanziaria deve essere, infatti, completata attraverso un sistema di vigilanza sulle operazioni *cross-borders* delle banche e sul rischio sistemico. Il Gruppo De Larosière (2009), su incarico della Commissione, ha proposto la creazione del Consiglio europeo per il rischio sistemico che, sotto l'egida della Banca Centrale Europea (BCE) e del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), avrebbe la responsabilità sulla sorveglianza macro-prudenziale e sul rischio sistemico<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Le proposte del gruppo *de Larosière* in tema di architettura istituzionale si fondano su due pilastri corrispondenti, rispettivamente, alla vigilanza macroprudenziale, che sarebbe attribuita a un organismo di nuova costituzione, il Consiglio europeo per il rischio sistemico, e

L'altra opportunità sarebbe di usare lo spazio disponibile per manovre di bilancio per la realizzazione delle riforme strutturali. Infatti, vista la resistenza dei gruppi di interesse all'introduzione delle riforme, le risorse di finanza pubblica a disposizione potrebbero essere usate in modo da compensare i *losers* delle riforme. A tal proposito, gioverebbe l'indicazione di una più chiara priorità tra le misure da intraprendere. Appaiono prioritari quegli interventi che rafforzano la *resilience* (la capacità di assorbimento) agli *shock* macroeconomici avversi (attraverso, ad esempio, l'implementazione o il rafforzamento delle politiche di *flexicurity* e la ristrutturazione del sistema degli ammortizzatori sociali) e che garantiscono un innalzamento della crescita potenziale.

Allo stesso tempo, come già emerso nel par.4.2.3, le regole di finanza pubblica dell'UE possono giocare un ruolo chiave nel contribuire al mantenimento della sostenibilità delle finanze pubbliche. Affinché questa continui ad essere un obiettivo credibile nel medio-lungo termine sarebbe appropriato, una volta che la ripresa si consolidi, indicare il percorso di rientro dai *deficit* da parte dei Paesi membri. In particolare, al fine di ridurre il *trade-off* tra espansione fiscale e fiducia dei mercati, i governi dovrebbero affiancare ai pacchetti fiscali in essere una credibile e chiara *exit strategy*.

### 5. Sopravvivrà l'Europa alla crisi? Il ruolo della politica economica

Il Piano europeo di ripresa economica ha impegnato un ammontare di risorse superiore a quelle inizialmente preventivate. Nel luglio 2009, infatti, si è stimato (Commissione Europea, 2009b, 2009d) che l'insieme di risorse messe a disposizione dagli Stati membri e a livello comunitario è stato più del doppio di quanto previsto nel Piano (3,3 per cento del PIL). Inoltre, la Commissione Europea (2009d) ritiene che le misure di stimolo fiscale contribuiranno alla crescita economica del 2009 e del 2010 rispettivamente per circa il 75 per cento e il 33 per cento del totale. Tuttavia, rimane il rischio che le misure siano state introdotte troppo tardi, ovvero quando già la crisi era in fase di rallentamento. In questi casi, infatti, la politica fiscale potrebbe essere non efficace perché occorre un determinato intervallo temporale prima che le misure impattino sull'economia. Questo è un problema particolarmente evidente per gli investimenti pubblici. Da un punto di vista qualitativo, vi sono invece dubbi sulla coerenza complessiva con gli obiettivi di crescita di medio-lungo periodo; è quindi importante che molte misure siano solo temporanee e pienamente reversibili.

Il ruolo della politica economica rimane quello di contemperare il contrasto alla recessione con il mantenimento di un'adeguata crescita potenziale anche nel medio periodo.

Il coordinamento comunitario in materia di bilancio può rendere più credibile la sostenibilità di medio termine delle attuali misure di finanza

---

alla vigilanza microprudenziale, che farebbe capo al Sistema europeo di vigilanza finanziaria composto da tre autorità di nuova istituzione, dai collegi dei supervisori e dalle autorità nazionali. Tale iniziativa dovrebbe essere affiancata da una revisione dei criteri di Basilea e del ruolo delle agenzie di *rating* e dall'introduzione di maggiore trasparenza sui mercati OTC (*over the counter*, ovvero non regolamentati ufficialmente) e sull'attività degli *hedge funds*. In un simile contesto il ruolo della BCE sarebbe quello di fornire un supporto logistico e analitico al nuovo organismo di sorveglianza.

pubblica. Le regole di finanza pubblica dell'UE possono quindi giocare un ruolo chiave. Infine, la crisi potrebbe offrire l'occasione di riattivare il processo d'integrazione europeo significativamente rallentato a seguito dell'esito negativo dei referendum francese e olandese sulla Costituzione Europea nel 2005. Se il grado d'efficacia dell'approccio coordinato si rivelerà appropriato nel sostenere il reddito e l'occupazione, gli Stati membri potrebbero decidere di devolvere parte delle loro competenze in materia di politica di bilancio in sede sovranazionale.

## Appendice. La Cronologia della crisi

### Anno 2007

08/02/2007 - Prime avvisaglie della crisi incombente: HSBC e New Century Financial Corp. annunciano pesanti perdite nel proprio portafoglio di *sub-prime* USA.

14-22/06/2007 - Bear Stearns annuncia difficoltà di due suoi *hedge funds* che avevano investito in titoli garantiti da mutui *sub-prime*. Inizia il graduale disimpegno degli investitori dalla finanza strutturata.

10-12/07/2007 - Moody's e Standard & Poor's tagliano i *rating* in relazione a titoli per 12 miliardi di dollari.

Luglio/agosto 2007 - La crisi dei mutui *sub-prime* Usa inizia a farsi sentire in Europa. La banca tedesca IKB dichiara le proprie difficoltà, così come la Sachsen LB. Il gruppo BNP congela tre fondi, data l'impossibilità di valutarli adeguatamente a causa della crisi. La Northern Rock e Barclays chiedono un finanziamento straordinario alla Bank of England.

07/08/2007 - American Home Mortgage Investment Corporation si dichiara insolvente

09/08/2007 - La BCE immette 94,8 miliardi di euro nel mercato.

17/08/2007 - La FED taglia il tasso di sconto e apre uno sportello per rifornire le banche accettando in cambio i titoli della finanza strutturata.

14/09/2007 - E' la volta delle file agli sportelli: i clienti della Northern Rock chiedono di estinguere i depositi.

17/09/2007 - Il Governo Inglese annuncia di garantire tutti i depositi alla Northern Rock.

Ottobre/Dicembre 2007 - La crisi coinvolge altre banche e istituti di credito: continua il declassamento dei *rating*.

### Anno 2008

17/02/2008 - La Northern Rock viene nazionalizzata.

16-17/03/2008 - JP Morgan Chase acquista Bear Stearns pagando ogni azione 2 dollari.

11/07/2008- La IndyMac Bancorp Inc fallisce.

13/07/2008 - gli USA nazionalizzano Fannie Mae e Freddie Mac

15/09/2008 - è il giorno peggiore per Wall Street dall'11 settembre. Il colpo agli assetti proprietari del sistema finanziario statunitense è senza precedenti: fallisce Lehman Brothers, Merrill Lynch è rilevata da Bank of America, AIG risulta pesantemente coinvolta nella crisi.

16/09/2008 - Le Banche centrali pompano liquidità, la FED annuncia un rilevante prestito a AIG. Parte delle attività di Lehman Brothers sono rilevate da Barclays.

17/09/2008 - Le azioni di Goldman Sachs e Morgan Stanley precipitano.

20-21/09/2008 - Goldman Sachs e Morgan Stanley rinunciano allo status di banche d'investimento per trasformarsi in banche commerciali

22/09/2008 - la giapponese Namura Holdings rileva le attività Lehman in Asia, Europa e Medio Oriente.

28/09/2008 - La crisi torna a manifestarsi pesantemente nell'Europa continentale: il gruppo Fortis è salvato dai governi di Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo. Di lì a poco le attività di Fortis in Belgio e Lussemburgo saranno acquisite da BNP.

29/09/2008 – Il Congresso rifiuta il piano Paulson. Lo S&P perde l'8,7 per cento: mai così in basso dal 1987.

02/10/2008 – Il Senato, dopo che la Camera dei Rappresentanti aveva fatto altrettanto, approva il nuovo piano da 850 miliardi di dollari presentato dal governo statunitense. Il FMI parla di possibile recessione

04/10/2008 – i governi europei non trovano una risposta comune. Si procede secondo esigenze e piani nazionali.

05/10/2008 – la banca tedesca Hypo Real non trova l'appoggio sperato di altre banche per superare perdite che ammontano a 8,5 miliardi di euro. In Italia, Unicredit vara una complessa manovra di ricapitalizzazione.

06/10/2008 – E' lunedì nero per le Borse: Milano -8,24 per cento; Parigi -9,04 per cento; Londra -7,85 per cento; Francoforte -7,07 per cento.

07/10/2008 – Il FMI prevede che la crisi finanziaria mondiale costerà 1400 miliardi di dollari, il 40 per cento delle perdite sarà concentrato in Europa. L'ECOFIN innalza da 20 mila a 50 mila euro la soglia minima di garanzia dei depositi bancari in caso di fallimento di istituti di credito.

12/10/2008 – I Paesi dell'Eurogruppo trovano un accordo vertente sulla ricapitalizzazione delle banche in difficoltà; la garanzia pubblica a tutti i prestiti interbancari per sbloccare la liquidità e una revisione delle norme contabili a livello europeo. Al documento finale dell'incontro succederanno i piani nazionali stilati secondo le indicazioni e le priorità stabilite di concerto.

13/10/2008 – Il Tesoro americano si appresta a mettere in campo un piano di acquisto di titoli in un'ampia gamma di istituzioni finanziarie

13/10/2008 - Italia: il Consiglio dei Ministri approva il secondo decreto legge contenente misure aggiuntive per garantire la stabilità del sistema creditizio.

14/10/2008 - Stati Uniti: la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) annuncia l'istituzione del *Temporary Liquidity Guarantee Program* a sostegno della fiducia e della liquidità nel sistema bancario. LA FDIC fornirà una garanzia del 100 per cento sui nuovi debiti privilegiati e non garantiti e sui depositi infruttiferi.

15/10/2008 - Unione Europea: la Commissione Europea si impegna a monitorare gli impatti della crisi finanziaria sui bilanci e si riserva la facoltà di apportare ulteriori variazioni ai criteri di valutazione.

16/10/2008 - Francia: il Parlamento approva il piano per ristabilire la fiducia nel settore bancario e finanziario e sostenere l'economia.

17/10/2008 - Germania: il Parlamento approva il piano per la stabilizzazione dei mercati finanziari.

06/11/2008 BCE - Banca d'Inghilterra: la BCE riduce i tassi di interesse dello 0,5 per cento (al 3,25 per cento). La Banca d'Inghilterra riduce i tassi dell'1,5 per cento (al 3 per cento).

07/11/2008 - Unione Europea: i capi di stato e di governo dell'UE trovano l'accordo su principi generali e metodologie specifiche per la gestione della crisi finanziaria da proporre al G-20 del 15 novembre.

09/11/2008- Cina: il governo annuncia un piano di stimolo all'economia da 586 miliardi di dollari.

10/11/2008 - Stati Uniti: il Tesoro annuncia la sottoscrizione di azioni privilegiate AIG per 40 miliardi di dollari. La Fed annuncia l'istituzione per AIG di una *residential mortgage-backed securities facility* (fino a



22.5 miliardi di dollari) e di una *collateralized debt obligations facility* (fino a 30 miliardi di dollari).

12/11/2008 - Unione Europea: si riunisce il Gruppo di Esperti di Alto Livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE istituito dal Presidente della Commissione europea José Manuel Barroso e presieduto da Jacques de Larosière.

12/11/2008 - Stati Uniti: Paulson, Segretario al Tesoro, annuncia un nuovo approccio nella gestione del *Troubled Assets Relief Program*, focalizzato non più sull'acquisto degli "attivi tossici", ma sulle ricapitalizzazioni e sul sostegno al credito al consumo.

15/11/2008 - G-20: si svolge a Washington la riunione del G-20 sulla crisi finanziaria ed economica.

23/11/2008 - Stati Uniti: vi è l'intervento congiunto di Tesoro, FED e FDIC per il salvataggio di Citigroup.

26/11/2008 - Unione Europea: La Commissione presenta un piano di ripresa a favore della crescita e dell'occupazione, volto a rilanciare la domanda e a far rinascere la fiducia nell'economia europea. Il piano prevede l'erogazione di un sostegno di bilancio pari a circa 200 miliardi di euro.

29/11/2008 - Italia: pubblicazione in G.U. del D.L., n.185/2008 con Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale (*convertito nella L. 28.1.2009, n. 2.*).

03/12/2008 - Italia: conversione in legge del decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155, recante misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori.

08/12/2008 - Unione Europea: la Commissione adotta una comunicazione sulla ricapitalizzazione delle banche.

09/12/2008 - Italia: pubblicato in Gazzetta Ufficiale il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze che disciplina, in attuazione del decreto legge n.157/08, criteri, modalità e condizioni della garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane; delle operazioni temporanee di scambio tra titoli di Stato e passività delle banche italiane; della garanzia dello Stato sulle operazioni stipulate da banche italiane per ottenere la temporanea disponibilità di titoli utilizzabili per il rifinanziamento presso l'Eurosistema.

12/12/2008 - il Consiglio Europeo di Bruxelles vara il Piano Europeo per la Ripresa Economica.

### Anno 2009

08/01/2009 - Germania: il governo annuncia la sottoscrizione attraverso SoFFin (fondo governativo per la stabilizzazione dei mercati finanziari) di un aumento di capitale di Commerzbank per 10 mld di euro, che lo farà diventare il principale azionista con una quota del 25 per cento più 1 azione.

13/11/2008 - FSF-FMI: il *Chairman* del *Financial Stability Forum*, Draghi, e il *Managing Director* del Fondo Monetario Internazionale, Strauss Kahn, rilasciano un comunicato congiunto alla vigilia del G-20.

15/01/2009 - Irlanda: il governo annuncia la nazionalizzazione di Anglo Irish Bank.

15/01/2009 - BCE: la Banca centrale europea riduce i tassi di interesse



dello 0,5 per cento (al 2 per cento).

16/01/2009 - Stati Uniti: annunciata la garanzia del Tesoro, della FDIC e della FED su un pool di attivi di 118 mld di dollari di Bank of America; il Tesoro e la FDIC riceveranno in cambio azioni privilegiate per 4 mld di dollari e *warrants*. Il Tesoro sottoscriverà inoltre 20 mld di dollari di azioni privilegiate di Bank of America nell'ambito del TARP.

19/01/2009 - Regno Unito: il governo annuncia la conversione in azioni ordinarie della sua partecipazione di £5 mld di dollari di azioni privilegiate nel gruppo *Royal Bank of Scotland*.

19/01/2009 - Regno Unito: annunciato un secondo piano a sostegno del settore finanziario che prevede il potenziamento delle garanzie statali sulle passività e delle misure di supporto alla liquidità e la creazione di uno schema di garanzia degli attivi. Il governo e la *Financial Services Authority* affermano inoltre che sarebbe preferibile introdurre misure anticicliche nella regolamentazione del capitale.

20/01/2009 - Unione Europea: si è riunito a Bruxelles il Consiglio per gli Affari Economici e Finanziari.

05/02/2009 - Regno Unito: la Banca d'Inghilterra riduce il tasso di interesse dall'1,5 per cento all'1 per cento.

10/02/2009 - Stati Uniti: annunciato il nuovo piano di sostegno al settore finanziario che prevede un nuovo programma di ricapitalizzazione, l'aumento della trasparenza e l'introduzione di *stress test* per valutare l'adeguatezza patrimoniale; la creazione di un fondo di investimento con capitali sia pubblici che privati per l'acquisizione degli attivi "tossici"; il sostegno ai prestiti a consumatori e imprese; il rafforzamento del monitoraggio e dell'*accountability* per l'utilizzo dei fondi pubblici; il supporto al settore immobiliare e la prevenzione dei pignoramenti; un tetto di 500 mila dollari per il compenso degli amministratori; un'iniziativa a sostegno del credito alle piccole imprese e alle comunità locali.

10/02/2009 - Unione Europea: Il Consiglio ECOFIN afferma l'importanza di un approccio comune e coordinato per la gestione degli attivi "deteriorati" delle banche basato su una valutazione corretta e coerente di tali attivi; sull'assunzione da parte delle banche di parte del rischio e su condizioni per il management che limitino il "*moral hazard*"; su flessibilità e trasparenza; su un attento monitoraggio.

14/02/2009 - G-7: si riuniscono a Roma i Ministri delle Finanze e i Governatori delle Banche Centrali del G-7. L'obiettivo prioritario è la stabilizzazione dei mercati finanziari e dell'economia globale. Viene ribadito l'impegno del G-7 ad evitare l'adozione di misure protezionistiche, che avrebbero come unico effetto un aggravamento della crisi.

18/02/2009 - Stati Uniti: annunciato un piano-mutui da 275 miliardi di dollari intervento si articola in uno stanziamento di 75 miliardi di dollari a sostegno dei mutuatari e per evitare i pignoramenti e nell'innalzamento da 100 a 200 mld di dollari del limite massimo per la sottoscrizione da parte del Tesoro di azioni privilegiate di Fannie Mae e Freddie Mac nell'ambito del programma di sostegno adottato nel settembre 2008. Sono inoltre previste misure per facilitare il rifinanziamento a basso costo dei mutui.

22/02/2009 - Unione Europea: si riuniscono a Berlino i paesi europei membri del G20. Dall'incontro sono emerse alcune raccomandazioni che potranno servire come base per un approccio comune contro la

crisi finanziaria, tra cui: una maggiore sorveglianza da parte del Fondo Monetario Internazionale, un controllo più rigoroso dei mercati finanziari, compresi i paradisi fiscali, e l'unificazione delle regole applicabili alle agenzie internazionali di *rating*.

25/02/2009 - Unione Europea: viene presentato il rapporto del Gruppo di Esperti di Alto Livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE. Il documento contiene 31 raccomandazioni, tra cui la proposta di istituire un Comitato europeo per il rischio sistemico con responsabilità di vigilanza macroprudenziale, presieduto dal presidente della BCE, e di trasformare i comitati di terzo livello in autorità europee con funzioni di supervisione micro-prudenziale. La Commissione adotta inoltre una comunicazione sul trattamento dei titoli tossici nel settore bancario.

26/02/2009 - Regno Unito: il gruppo Royal Bank of Scotland partecipa allo schema governativo di protezione degli attivi per £325 mld. Il governo annuncia la sottoscrizione di 13 mld di sterline di capitale Core Tier 1 in RBS.

02/03/2009 - Stati Uniti: annunciata una ristrutturazione del programma di supporto pubblico per AIG, che include la conversione da parte del Tesoro di \$40 mld di azioni privilegiate cumulative e perpetue in nuove azioni privilegiate con caratteristiche più vicine alle azioni ordinarie; la sottoscrizione da parte del Tesoro di azioni privilegiate non cumulative di AIG per un ammontare massimo di 30 mld di dollari e di azioni privilegiate di due sussidiarie assicurative di AIG per un ammontare massimo di 26 mld di dollari; un prestito della Federal Reserve di circa \$8.5 mld di dollari a due veicoli creati da due sussidiarie assicurative del ramo vita di AIG. A seguito del piano di ristrutturazione l'ammontare del credito messo a disposizione di AIG dalla Fed diminuirà da un massimo di 60 mld a un minimo di \$125 mld di dollari.

07/03/2009 - Regno Unito: annunciata la nazionalizzazione del gruppo bancario Lloyd's attraverso la conversione da parte del Tesoro di 4 mld di dollari di azioni privilegiate in azioni ordinarie. Inoltre Lloyd's parteciperà allo schema governativo di garanzia degli attivi per 260 mld di dollari.

07/03/2009 - Italia: pubblicato in Gazzetta Ufficiale il decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze riguardante la ricapitalizzazione delle banche tramite sottoscrizione da parte del Ministero degli strumenti finanziari previsti dall'art. 12 del decreto legge n.185/08.

18/03/2009 - Stati Uniti: la Federal Reserve annuncia l'acquisto di titoli del Tesoro americano a lungo termine per un ammontare massimo di \$300 mld. Inoltre la Fed innalza i limiti massimi per i suoi programmi di acquisto di debiti di Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks (fino a \$200 mld) e di titoli *mortgage-backed* garantiti da Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae (fino a 1250 mld di dollari).

23/03/2009 - Stati Uniti: il Tesoro adotta un programma di investimento pubblico-privato per la gestione degli attivi tossici, che si articola in un piano per i prestiti tossici (*legacy loans*) e un piano per i titoli tossici (*legacy securities*). Il coinvolgimento del settore privato è funzionale alla determinazione del prezzo di tali attivi.

25/03/2009 - Italia: firmato l'accordo quadro tra l'Associazione Bancaria Italiana e il Ministero dell'Economia e delle Finanze sulla sottoscrizione da parte del Ministero degli strumenti finanziari per la ricapitalizzazione delle banche previsti dall'art.12 del decreto legge

n.185/08.

26/03/2009 - Stati Uniti: il Tesoro annuncia una riforma del sistema della regolamentazione finanziaria basata sul contenimento del rischio sistemico, sulla tutela di consumatori e investitori, sull'eliminazione delle lacune della struttura regolamentare e sul rafforzamento del coordinamento internazionale.

02/04/ 2009 - Stati Uniti: il *Financial Accounting Standards Board* (FASB) modifica il principio contabile che regola la valutazione delle attività finanziarie sulla base del valore di mercato ("*fair value*"): viene introdotta una maggiore flessibilità per la valutazione delle attività finanziarie i cui mercati siano "inattivi", con la possibilità di valutare tali attivi a prezzi superiori a quelli correnti di mercato.

02/04/2009 - *Financial Stability Forum*: il *Financial Stability Forum* pubblica delle raccomandazioni e dei principi per rafforzare i sistemi finanziari, con particolare riferimento alla pro-ciclicità, ai sistemi di remunerazione e alla cooperazione *cross-borders* nella gestione delle crisi.

02/04/2009 - G-20: si svolge a Londra la seconda riunione del G-20 sulla crisi finanziaria ed economica. È raggiunto un accordo per rilanciare la fiducia, la crescita e l'occupazione; rafforzare la regolamentazione e la supervisione finanziaria e le istituzioni finanziarie internazionali; evitare il protezionismo e promuovere il commercio e gli investimenti globali; garantire la sostenibilità della ripresa economica.

02/04/2009 - BCE: la Banca Centrale Europea riduce il tasso di interesse di riferimento dall'1,5 all'1,25 per cento (minimo storico).

06/04/2009 - La Banca Centrale Europea, la Banca d'Inghilterra, la Federal Reserve, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera annunciano *swap* valutari finalizzati a mettere a disposizione della Federal Reserve valuta estera da fornire alle istituzioni finanziarie statunitensi.

08/04/2009 - Unione Europea: la Commissione pubblica un quadro di valutazione sulle misure adottate dagli Stati membri nell'attuale contesto di crisi finanziaria ed economica

24/04/2009 - Stati Uniti: la Federal Reserve pubblica un libro bianco che descrive processi e metodologie utilizzati dalle autorità federali per la vigilanza bancaria negli *stress test* sulla solidità patrimoniale dei grandi gruppi bancari statunitensi.

24/04/2009 - G7: si riuniscono a Washington i Ministri delle Finanze e i Governatori.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Banca dei Regolamenti Internazionali, (2009), 79a Relazione annuale: 1° aprile 2008 - 31 marzo 2009.

Bassanetti, A., Cecioni, M, Nobili, A. e G. Zevi, (2009), "Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo", Banca d'Italia, *Occasional paper*, n.46, luglio.

Bernanke, B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", *Remarks At the Homer Jones Lecture*, St. Louis, Missouri, 14 aprile 2005.

Beetsma, R., Giuliodori, M. e F. Klaassen, (2006), "Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis," *Economic Policy*, Vol. 21, ottobre, pp. 639–87.

Brugel, (2009), "Memos to the new Commission: Europe's Economic priorities 2010-2015", Brugel Report.

Commissione Europea, (2008), *Un piano europeo di ripresa economica*, Commission Communication, n.800.

Commissione Europea, (2009a), "The EU's response to support the real economy during the economic crisis: an overview of Member States' recovery measures", *European Economy*, Occasional Paper, n.51, luglio.

Commissione Europea, (2009b), "Impact of the current economic and financial crisis on potential output", *European Economy*, Occasional Paper, n.49, luglio.

Commissione Europea, (2009c), "Sustainability Report 2009" European Economy 9, (Provisional Version), Chapter IV

Commissione Europea, (2009d), "Economic crisis in Europe: Causes, Consequences, Responses", *European Economy*, 7.

De Larosière Group, (2009), Report of the High-Level Group on EU financial supervision.

Dullien S. e SD. Schwarzer, (2007), "Bringing Macroeconomics into the EU Budget Debate: Why and How?", *Journal of Common Market Studies*, vol. 47, pages 153-174.

FMI, (2009a), Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks, April 2009, *International Monetary Fund Report*, Washington DC.

FMI, (2009b), "Box 1.4: Global Imbalances and the Financial Crisis", *World Economic Outlook* (April 2009), International Monetary Fund, Washington DC.

FMI, (2009c), "Initial Lessons of the Crisis", *IMF policy paper*, aprile.

Furceri, D. (2002): "Risk-Sharing and Institutional Architecture of Stabilization Policies in the EMU: Methodological Aspects and Empirical Evidence", *Rivista di Politica Economica*, Nov-Dec.

Furceri D., (2004), "Does the EMU Need a Fiscal Transfer Mechanism?," *Quarterly Journal of Economic Research*, vol. 73(3), pp. 418-428.

Krugman, P. (2008), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Kindle Edition.

Krugman, Paul, (2008), "European Macro Algebra", *New York Times*, 14 dicembre 2009.

Krugman, P. (2009), "Revenge of the Glut", *New York Times*, 1 marzo 2009.

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2004), DPEF 2004-2007, pagg. 66-67, [www.tesoro.it](http://www.tesoro.it)

Monti, M., (2009), "L'Europa, il capitalismo di mercato e la crisi economica", disponibile su: <http://www.lezionideuropa.eu/eventi-roma.asp>.

Haugh, D, Ollivaud P. and D. Turner, (2009), "The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No.683.

**Ministero dell'Economia e delle Finanze**  
**Dipartimento del Tesoro**  
**Direzione I: Analisi economico-finanziaria**

Indirizzo:  
Via XX Settembre, 97  
00187 - Roma

Siti Web:  
[www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it)  
[www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it)

e-mail:  
[dt.segreteria.direzione1@tesoro.it](mailto:dt.segreteria.direzione1@tesoro.it)

Telefono:  
+39 06 47614202  
+39 06 47614197

Fax:  
+39 06 47821886

**© Copyright:**

2009, Paolo Biraschi, Alessandra Caretta, Flavio Padrini

Il documento può essere scaricato dal sito web [www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it) e utilizzato liberamente citando la fonte e l'autore.

Comitato di redazione: Lorenzo Codogno, Mauro Marè, Libero Monteforte, Francesco Nucci  
Coordinamento organizzativo: Marina Sabatini

