

# The EEAG Report

## on the European Economy 2011

### Sommario

La crisi finanziaria che ha avuto origine negli Stati Uniti si è trasformata in una crisi europea del debito sovrano. In alcuni paesi Europei, la crisi ha messo fine ad un periodo di morbidi vincoli di bilancio, nel quale ingenti importazioni di capitale hanno favorito un processo di rapida crescita accompagnato da un crescente e non-sostenibile disequilibrio commerciale. Ora un periodo di rigidi vincoli di bilancio e di riduzione della spesa si è consolidato, che rischia però di invertire il percorso di crescita del passato, poiché i mercati dei capitali riallocheranno il risparmio disponibile. Il mondo è costituito da paesi esportatori di capitali che si stanno riprendendo in fretta dallo shock, e da paesi importatori di capitali che stanno invece lottando per rimettersi in piedi.

I paesi occidentali hanno frettolosamente tentato di contrastare l'improvvisa recessione ricorrendo a politiche monetarie espansive, a programmi di ripresa keynesiani, e a generose operazioni di salvataggio del sistema bancario. Tuttavia, durante questo processo, i paesi hanno assunto ulteriori oneri e hanno esacerbato una situazione di debito pubblico che in alcuni casi era già insostenibile. Nel 2010, alcuni paesi europei sono dovuti andare in terapia intensiva, e altri potrebbero seguire. Ovviamente, l'economia mondiale è ancora in fermento e lontana dal raggiungere un nuovo equilibrio.

In questo 10° Rapporto EEAG sull'economia europea, concentriamo la nostra attenzione sulla crisi europea del debito sovrano. Abbiamo messo in luce le sue origini, facciamo una previsione su come la crisi colpirà l'economia europea (Capitolo 1) e traiamo lezioni per un nuovo sistema di governance economica per l'Europa (Capitolo 2). Il sistema di governance che abbiamo progettato e che qui presentiamo potrebbe aiutare a gestire le crisi future, nel caso in cui dovessero verificarsi, mentre allo stesso tempo impone la necessaria disciplina per prevenire il loro verificarsi in primo luogo. Abbiamo anche incluso analisi separate e approfondite della Grecia (Capitolo 3) e della Spagna (Capitolo 4), esaminando questi paesi in dettaglio, descrivendo le opzioni politiche disponibili. L'ultima parte (Capitolo 5) sulla regolamentazione e la tassazione del settore bancario, completa l'analisi di quest'anno.

Un tema comune alla base della nostra discussione riguarda il ruolo che l'euro ha avuto sugli squilibri commerciali e dei flussi di capitali europei. Mentre consideriamo l'euro un utile e necessario progetto di integrazione per l'Europa, crediamo che l'assenza di un sistema di governance economica appropriato abbia contribuito ai problemi che attualmente affliggono l'Europa. L'euro ha creato un comune mercato dei capitali che ha eliminato i notevoli differenziali dei tassi di interesse, i quali, nei giorni pre-euro, riflettevano le differenze nei tassi di inflazione specifici di ciascun paese e le aspettative di svalutazione, garantendo implicitamente sicurezza contro il default che, in definitiva, non e' stato in grado di fornire. Tutto ad un tratto, credito a buon mercato a tassi di interesse nominale e reale piu' bassi sono diventati disponibili ai paesi della periferia europea, in particolare ai paesi GIPS (Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna), dando un impulso alle loro economie. Il credito a basso costo ha alimentato un boom edilizio che ha portato maggiore occupazione e redditi piu' elevati per i lavoratori del settore edilizio, aumentando i loro consumi e incrementando la domanda attraverso l'economia domestica. Inoltre, il rapido aumento dei prezzi degli immobili ha spinto i proprietari delle case ad acquisire ulteriori proprieta' finanziate col credito e ha creato aspettative di ulteriori guadagni in conto capitale che hanno attivato ancora di piu' tali investimenti. Inoltre, in alcuni paesi, i governi hanno preso in prestito eccessivamente e hanno stimolato la domanda interna attraverso un aumento straordinario dei salari e dei trasferimenti pubblici.

Quello che era iniziato come un processo utile di convergenza reale a beneficio di quelle economie precedentemente in ritardo, alla fine e' andato oltre, surriscaldando queste economie e creando bolle speculative che alla fine sono scoppiate. Un anello di aree abbandonate ed edifici ancora incompleti circondano molte citta' dei paesi GIPS, come un muto testamento a ricordo di eccessivi investimenti.

Oggi, alcune delle economie colpite sono bloccate con salari eccessivi e prezzi che eccedono di gran lunga il livello competitivo. Mentre le esportazioni sono contenute a causa degli alti prezzi, redditi elevati generano un volume di importazioni che non e' sostenibile, dato che il flusso di credito a basso costo e' adesso cessato. Negli anni precedenti la crisi (2005-2008), la Grecia aveva un deficit corrente di circa il 12 per cento del PIL, il Portogallo dell'11 per cento, la Spagna del 19 per cento, e l'Irlanda di circa il 4,5 per cento. Solamente l'Irlanda e la Spagna sono riuscite a ridurre significativamente il loro deficit.

Sul lato opposto della barricata, la Germania, che aveva esportato due terzi dei suoi risparmi, o 1.050 miliardi di euro, dal 2002 ha avuto la piu' bassa quota di investimenti netti di tutti i paesi OECD, e' ristagnata e si e' svalutata in termini reali, con salari e prezzi che sono cresciuti piu' lentamente rispetto a qualsiasi altro paese dell'area euro. La stagnazione ha depresso le importazioni in Germania, mentre la svalutazione reale ha stimolato l'export, entrambi in misura sufficiente per sistemare le esportazioni di capitale netto, causate in gran parte dalla creazione del mercato comune dei capitali.

Crediamo che l'Europa avra' problemi nel correggere tali squilibri. La soluzione non puo' essere quella di mettere in discussione l'euro, ma piuttosto, per l' Europa, quella di superare il regime di morbidi vincoli di bilancio, ricorrendo ad un regime che esibisca un comportamento piu' prudente negli investimenti, basato sui principi di dovere e responsabilita'. L'Europa necessita anche di un sistema di supervisione generalmente accettato e di codici di buona pratica nel settore finanziario, oltre a stringenti vincoli del debito pubblico al fine di domare gli eccessivi e dannosi flussi di capitale che hanno causato la crisi. Una volta che tale sistema sara' costituito, le attuali difficolta' dell'euro potrebbero diventare semplici problemi di iniziale rodaggio, per cui alla fine diventera' una storia di successo nel processo di integrazione europea.

## Capitolo 1: Outlook Macroeconomico

Quando la recessione mondiale e' terminata nella meta' del 2009, non era chiaro quale lettera avrebbe meglio descritto la successiva forma del processo di ripresa mondiale: V, L e W erano tra le candidate. Oggi e' chiaro che la ripresa ha avuto una forma a V, confermando le posizioni degli ottimisti. Dopo essersi ridotta dello 0,6 percento nel 2009, l'economia mondiale ha mostrato un rimbalzo e si prevede che raggiungera' un tasso di crescita del 4,8 percento nel 2010. Il commercio mondiale e' cresciuto velocemente per quattro trimestri consecutivi. Mentre nei paesi emergenti e in via di sviluppo la produzione industriale e' ritornata sul suo percorso di crescita di lungo periodo e ha superato i livelli pre-crisi, nella maggior parte dei paesi sviluppati essa e' ancora abbondantemente sotto i livelli pre-crisi. Qui, in media, neanche la meta' della caduta della produzione e' stata recuperata dalla primavera del 2009, e i tassi di utilizzo della capacita' produttiva nel settore industriale sono quindi ancora a livelli storicamente bassi.

Nel corso del 2010, tuttavia, la ripresa dell'economia mondiale ha rallentato. Mentre le economie hanno potuto beneficiare delle misure di stimolo, di un rimbalzo delle scorte e di una generale ripresa della fiducia nella prima meta' dello scorso anno, ora i programmi di austerita' in Europa e la graduale eliminazione delle misure di stimolo fiscale negli Stati Uniti stanno contribuendo al rallentamento e manterranno, nel corso del 2011, nella maggior parte delle economie avanzate una crescita economica contenuta.

Ci attendiamo che il PIL mondiale crescera' del 3,7 percento nel 2011 e che quindi ritornera' a quello che puo' essere considerato la sua media di lungo periodo. Non tutte le regioni contribuiranno ugualmente a questo sviluppo. Ancora una volta l'Asia fornira' il contributo piu' significativo. Le due aree economiche piu' estese, il Nord America e l'Europa, rimarranno al di sotto del loro potenziale.

Negli Stati Uniti, a causa dei loro continui problemi strutturali, una forte ripresa auto-sufficiente non e' in vista. La ripresa in corso in un buon numero di paesi europei rimane

contenuta, soprattutto a causa degli effetti di smorzamento delle politiche fiscali molto restrittive e dell'indecisione dei mercati dei capitali se continuare a fornire finanziamenti a basso costo ai paesi importatori di capitale. Nella maggior parte dei paesi emergenti, il ritmo di crescita rimane relativamente elevato. Tuttavia, i tassi di crescita rimarranno sotto i livelli raggiunti lo scorso anno. Il commercio mondiale, il quale lo scorso anno è aumentato di circa il 12 per cento, ritornerà a livelli normali e di conseguenza un tasso di crescita di circa la metà'. La sottoutilizzazione rimanente in molte economie avanzate e una più moderata crescita dei paesi emergenti manterrà i tassi di inflazione bassi.

Lo scorso anno, la discussione politica ed economica in Europa era incentrata sul tema della crisi del debito sovrano. Preoccupazioni circa la solvibilità di paesi quali la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo e la Spagna hanno portato, per questi paesi periferici, a degli elevati differenziali dei tassi di interesse nei confronti della Germania. Nella primavera del 2010, i ministri finanziari dei paesi membri dell'area euro, insieme con il FMI, hanno trovato un accordo sulla creazione di un fondo di emergenza che possa aiutare quei governi in difficoltà finanziarie. Sebbene la crisi del debito sovrano in Europa sia di illiquidità o potenziale insolvenza dei singoli stati membri, l'interconnessione in termini di partecipazioni incrociate del debito sovrano all'interno del settore bancario europeo crea preoccupazioni circa la stabilità finanziaria dell'area euro. La BCE sta quindi osservando attentamente la stabilità del sistema finanziario e, in effetti, ha iniziato a salvare paesi in pericolo.

Le differenze tra i singoli paesi membri rimane sostanziale. Nei paesi esportatori di capitali, i quali hanno finanze pubbliche relativamente solide e pochi problemi strutturali, come la Svezia, la Finlandia, la Germania, la Danimarca, l'Austria e i Paesi Bassi, la crescita dovrebbe essere sopra la media, poiché i capitali sono sempre più riluttanti a lasciare il paese di origine. In questi paesi, la disoccupazione dovrebbe diminuire durante l'anno. Tuttavia, nei paesi importatori di capitali della periferia europea, il restringimento dei vincoli di bilancio pubblici e privati imposto dai mercati dei capitali continuerà a scoraggiare la crescita. La ripresa arriverà lentamente, come in Italia, Spagna e Irlanda, oppure le economie rimarranno in recessione, come in Grecia e Portogallo. Nel complesso, il PIL nell'Unione Europea dovrebbe aumentare dell'1,6 per cento quest'anno, dopo l'1,8 per cento del 2010.

Dopo che i saldi di conto corrente si sono significativamente ridotti in termini assoluti nel 2009, lo scorso anno ha visto un moderato ritorno ai livelli pre-crisi. L'aumento in quei paesi che portano avanti un disavanzo delle partite correnti, è stato quasi unicamente dovuto agli Stati Uniti e al Regno Unito. Gli impulsi della domanda che i governi di questi due paesi hanno creato, sono stati soddisfatti da maggiori esportazioni nette della maggior parte delle economie in surplus. Tra queste, solo la Cina è stata una eccezione alla regola. Sebbene ad un ritmo più lento rispetto all'anno precedente, la Cina ha continuato a ridurre il proprio surplus di partite correnti, mentre la sua forte crescita interna ha dato un ulteriore impulso al resto del mondo. Inoltre, la maggior parte degli altri paesi in deficit, in particolare la Spagna, l'Italia e la Grecia, ha iniziato con successo a migliorare le proprie partite correnti a causa delle crescenti difficoltà nel trovare capitali per rifinanziarsi.

## Capitolo 2: Un nuovo meccanismo di crisi per l'area euro

Idealmente, i vincoli sul debito pubblico che l'Europa ha imposto con il patto di stabilit  e crescita, il quale sostanzialmente vieta che il disavanzo ecceda il 3 per cento del PIL, avrebbe dovuto essere sufficiente per infondere la necessaria disciplina sul debito nell'area euro. Il patto tuttavia   stato chiaramente inadeguato poich  non   mai stato realmente rispettato. Dal 2010, la storia dell'Unione Europea mostra 97 (paese/anno) casi di disavanzo sopra il 3 per cento. Meno di un terzo di questi casi (29) ha coinciso con una significativa recessione interna, in modo che, in linea di principio, avrebbero potuto essere giustificati sulla base delle condizioni originali del patto. Tuttavia, non c'era alcun motivo per giustificare i restanti 68 casi e quindi le sanzioni avrebbero e sarebbero dovute essere state comminate. In realt  cio' non   mai accaduto. Gli stati membri sono stati sempre pronti a "reinterpretare e ridefinire" continuamente il patto, per rendere le condizioni sempre pi  morbide. Ovviamente i vincoli del debito politico che i paesi europei si sono imposti l'un l'altro non hanno mai funzionato.

Solamente i vincoli del mercato hanno funzionato. Certo, i mercati hanno posto fine a questo deleterio sviluppo europeo troppo tardi e troppo bruscamente. Ma almeno i mercati lo hanno fermato.

Quindi noi crediamo che un buon sistema di governance economica che disciplini i paesi europei non dovrebbe cercare di aggirare il mercato, ma invece di usare la sua forza disciplinare in modo da consentire una messa a punto dei necessari controlli per l'eccessivo indebitamento pubblico. Inoltre, un tale sistema dovrebbe fornire un limitato grado di protezione agli investitori che acquistano titoli di stato, aiutando a prevenire il panico nel caso di una crisi, oltre ad evitare differenziali dei tassi di interesse senza limite, rendendo improbabile che i governi non siano in grado di prendere in prestito dai mercati internazionali dei capitali. In breve, cerchiamo un sistema che protegga contro l'insolvenza senza che degeneri in una assicurazione a copertura totale, libero da qualsiasi franchigia.

Noi proponiamo un meccanismo di crisi a tre fasi che si basa sulle decisioni dei paesi dell'UE del 16-17 Dicembre 2010, in particolare la costituzione di un meccanismo di stabilit  europeo (ESM), specificando in maggior dettaglio come queste decisioni possano essere implementate. Si distingue tra illiquidit , insolvenza imminente e (piena) insolvenza, ponendo maggiore enfasi sul secondo di questi concetti, poich  esso agisce come una barriera "frangiflutti" che mira a prevenire una condizione di insolvenza piena.

In primo luogo, se un paese non   in grado di servire il proprio debito, verra' presunta una semplice crisi di liquidit , vale a dire una temporanea difficolt  dovuta all'insorgere di una sfiducia nei mercati che verra' presto superata. L'ESM aiuta a superare la crisi di liquidit  fornendo prestiti a breve termine, senior to private debt, per un massimo di due anni consecutivi. Per il paese in questione, questo lasso di tempo dovrebbe essere abbastanza lungo per aumentare le proprie tasse o tagliare le proprie spese, cos  da convincere i creditori privati a riprendere a concedere prestiti.

In secondo luogo, se dopo un periodo di due anni le difficoltà di pagamento persistono, ci si deve attendere una insolvenza imminente. Le clausole di azione collettiva (CAC) nei contratti dei titoli di stato assicurano che un paese possa scegliere un approccio graduale nel momento in cui prova a raggiungere un accordo con i suoi creditori, negoziando una scadenza dei titoli alla volta, senza che i titolari di altre scadenze abbiano il diritto di far valere le loro richieste. L'ESM in questo caso fornisce un aiuto garantendo parzialmente (fino all'80 per cento) le obbligazioni di sostituzione che il paese può offrire ai creditori i cui crediti sono esigibili, ma solo a condizione di un *haircut* delle rispettive scadenze dei prestiti. L'*haircut* farà in modo che le banche e gli altri possessori dei titoli di stato si assumano parte del rischio del loro investimento. Poiché l'*haircut*, entro certi limiti (dal 20 al 50 per cento), sarà calibrato sulla base dello sconto valutato dagli investitori, esso chiaramente aiuterà a stabilizzare il mercato.

In terzo luogo, nel caso in cui il paese non fosse in grado di onorare le obbligazioni di sostituzione e avesse bisogno di attingere alle garanzie dell'ESM, dovrà essere dichiarata la piena insolvenza per l'intero debito pubblico in essere. Tra il paese insolvente e i suoi creditori dovrà essere richiesta una moratoria sul debito collettivo che copra tutti i titoli di stato in essere.

Le obbligazioni CAC, supportate da obbligazioni di sostituzione parzialmente garantite, forniscono una possibilità ai paesi europei in difficoltà per affrontare immediatamente le loro esigenze di finanziamento. Poiché queste obbligazioni definiscono e limitano il rischio per gli investitori, esse forniscono uno strumento chiave per raccogliere capitali dal mercato senza dover ricorrere ai fondi dell'ESM. Per esempio, l'emissione di questi titoli può rendere possibile, per questi paesi, di riacquistare il debito ai valori di mercato all'attuale valore di sconto, al fine di ridurre significativamente il rapporto debito/PIL.

Il requisito chiave per il mantenimento di una disciplina di mercato è la sequenza e la dimensione relativa dell'*haircut* e l'aiuto del governo nel caso di insolvenza pendente. Prima che l'aiuto finanziario, nella forma di obbligazioni garantite di sostituzione, possa essere concesso, i creditori devono inizialmente offrire una parziale rinuncia dei loro crediti. Solo questo ordine di eventi – con una perdita massima definita per gli investitori – può garantire che i creditori applichino cautela nel momento in cui concedono prestiti e chiedono (limitati) margini sull'interesse. I margini (*mark-ups*) sull'interesse sono un essenziale strumento di disciplina dei mercati, il quale assicura che paesi sovraindebitati abbiano un incentivo a ridurre la loro domanda di credito.

Nessun meccanismo che elimini nuovamente i differenziali dei tassi di interesse dovrebbe essere istituito in Europa, come invece è accaduto nei primi anni dell'euro. In particolare, l'area euro non dovrebbe in alcuna circostanza andare nella direzione degli Eurobonds, come sostenuto da alcuni politici europei. Noi possiamo solo avvertire che l'emissione di tali titoli aggraverà i problemi che vediamo alla radice della crisi. Gli Eurobonds non possono far altro che rafforzare gli incentivi per comportamenti opportunistici da parte di debitori e creditori, dato che questi prevenivano la nascita di fondamentali premi al rischio, fungendo da

assicurazione a copertura totale in caso di insolvenza. Un appropriato prezzamento del rischio sovrano e' elemento essenziale per il buon funzionamento dei mercati finanziari. Esso induce debitori e creditori a mantenere i flussi di capitale entro limiti ragionevoli e ad esercitare una certa cautela nei prestiti. Questo e' il presupposto essenziale per correggere gli squilibri commerciali europei in futuro.

### Capitolo 3: la Grecia

Nella primavera del 2010, e' diventato subito chiaro che il governo greco era in serie difficolta' finanziarie e avrebbe avuto bisogno di un sostegno massiccio. A maggio, un gigantesco pacchetto di salvataggio e' stato messo insieme dalla Commissione Europea, la BCE e il FMI, al fine di aiutare la Grecia e ridurre il rischio di contagio ad altri stati-membri dell'UE. Questo capitolo esamina se il piano di salvataggio potra' raggiungere i propri obiettivi prefissati e se sara' sufficiente ad aiutare la Grecia verso un percorso sostenibile, senza il bisogno di un ulteriore sostegno dopo la scadenza del pacchetto attuale nel giugno 2013.

La spesa del governo greco ha visto una enorme espansione durante gli anni '80, senza un aumento delle entrate governative a controbilanciare. Durante gli anni '90, i disavanzi registrati sono calati considerevolmente, ma nel 2000 essi hanno cominciato ad aumentare nuovamente. Nonostante deficit moderati tra la meta' degli anni '90 e la meta' del primo decennio del 2000, e una rapida crescita del PIL nominale, il debito pubblico e' aumentato anche in rapporto al PIL. Mostriamo che cio' e' stato in parte dovuto all'eccessiva spesa pubblica ed in parte dovuto ad attivita' fuori bilancio: negli anni '90 varie passivita' in essere sono state consolidate nel debito pubblico. Nel 2009, l'effetto cumulativo di queste voci fuori bilancio ha contribuito al debito in essere in rapporto al PIL per piu' di 60 punti percentuali. Un ritorno di successo alla sostenibilita' delle finanze pubbliche richiede il completo controllo dello sviluppo di queste voci fuori bilancio.

La situazione dell'equilibrio esterno e' almeno altrettanto preoccupante come la situazione fiscale. Rispetto a qualsiasi altro paese dell'UE-15, la Grecia ha sperimentato la piu' forte diminuzione del risparmio nazionale degli ultimi decenni. Di conseguenza, il saldo delle partite correnti ha iniziato a deteriorarsi verso la meta' degli anni '90, un processo che ha successivamente accelerato. Dopo il 2004, il deficit delle partite correnti ha aggiunto quasi 50 punti percentuali al debito netto estero in rapporto al PIL, il quale ha raggiunto circa il 100 per cento nel 2010. Questo enorme debito, ben oltre la ampiamente condivisa "soglia di pericolo" del 40-50 per cento del PIL, si e' accumulato in un periodo di tempo relativamente breve. Il debito netto estero era infatti vicino allo zero nel 1997.

Rispetto ad altri paesi dell'area-euro afflitti da problemi fiscali, una serie di caratteristiche dell'economia greca pongono particolari difficolta'. La Grecia ha una percentuale molto

elevata di lavoratori autonomi, circa un terzo dell'occupazione totale – la quota più elevata dei paesi OCSE. La sottostima del reddito è probabilmente molto più elevata tra i lavoratori autonomi, riducendo così la dimensione effettiva della base imponibile. La sottostima ha anche conseguenze distributive. Per esempio, più del 40 per cento dei medici lavoratori autonomi, che esercitano nella zona più redditizia (per i professionisti del settore medico) zona di Atene, ha riportato un reddito inferiore a 20.000 euro nel 2008. Se questo non cambierà, il sostegno popolare per il necessario consolidamento fiscale sarà compromesso. Combattere l'evasione fiscale deve essere un obiettivo chiave per le riforme future. In aggiunta a misure più dirette, dovrebbero essere considerati ulteriori aumenti dell'IVA, insieme a riduzioni dei contributi previdenziali. Questo tipo di sostituzione di imposta, neutrale sul bilancio, riduce il vantaggio fiscale effettivo di attività non oggetto di scambi e favorisce lo sviluppo del settore delle esportazioni. Così, nel corso del tempo, questa politica potrebbe aiutare a ripristinare sia i saldi fiscali che quelli esteri.

I lavoratori autonomi sono in larga parte al riparo dalla pressione della concorrenza internazionale, che costituisce un motivo importante per la scarsa competitività dell'economia greca. La Grecia possiede una quota straordinariamente elevata di servizi sul totale delle esportazioni, di cui una quota rilevante sono servizi di spedizione. Le esportazioni nette di servizi (comprese le spedizioni) sono state regolarmente più del 5 per cento del PIL. Al contrario, le esportazioni nette di beni hanno fatto registrare deficit consistenti, talvolta superiori al 15 per cento del PIL. Ciò crea una situazione in cui una svalutazione del tasso di cambio reale può – attraverso effetti di sostituzione – ridurre solo molto lentamente il disavanzo delle partite correnti. Un'espansione del settore delle esportazioni sufficiente a ristabilire un saldo estero sostenibile è improbabile che accada presto. Invece, l'aggiustamento richiesto dovrà, molto probabilmente, venire da un calo delle importazioni, attraverso riduzioni della ricchezza e del reddito. La conclusione è che probabilmente la Grecia attraverserà un certo numero di anni con la produzione al di sotto del potenziale e con un tasso di disoccupazione molto elevato. Sebbene tale sviluppo potrebbe contribuire a ridurre il disavanzo delle partite correnti, esso rende il raggiungimento dell'equilibrio fiscale più difficoltoso. A nostro avviso è quindi poco probabile che, con strumenti di debito normali, il governo greco sarà in grado di tornare sui mercati privati a tassi di interesse che evitino il default, con tutte le sue esigenze di finanziamento nel momento in cui il pacchetto di salvataggio scadrà a giugno 2013.

Tuttavia, la nuova tipologia di titoli di stato che descriviamo nel Capitolo 2 potrebbe offrire una soluzione per la Grecia. Poiché queste obbligazioni forniscono sicurezza agli investitori, in quanto saranno convertibili – dopo un limitato e ben definito haircut – in obbligazioni sostitutive che sono parzialmente garantite dall'ESM, la Grecia dovrebbe essere in grado di rifinanziare il proprio debito nel mercato se offre ai suoi creditori margini di interesse appropriati su tipologie di investimento più sicure.

Indipendentemente se la crisi del debito sovrano della Grecia può essere risolta, rimane il problema di come sbarazzarsi dell'enorme e insostenibile disavanzo delle partite correnti.

Esistono, in linea di principio, solamente tre opzioni: i) l'uscita dall'euro e l'introduzione di una dracma svalutata, ii) una radicale svalutazione interna, con prezzi e salari greci in forte calo rispetto a quelli del resto dell'area-euro, e iii) un continuo programma di trasferimento dall'Unione Europea per finanziare il disavanzo. Discutiamo queste opzioni in dettaglio. Escludiamo la terza alternativa di continui trasferimenti dall'Unione Europea alla Grecia come una soluzione praticabile. Un argomento chiave contro i trasferimenti e' che hanno scarse probabilita' di aiutare una regione con problemi strutturali a guadagnare competitivita' internazionale, come dimostrato dall'esperienza negativa dei trasferimenti alla Germania orientale nel corso degli ultimi due decenni. Le prime due opzioni, svalutazione esterna ed interna, impongono entrambe costi elevati e non avranno effetti subito. Entrambe le misure aumenteranno il peso del debito estero espresso in relazione al PIL e avranno effetti pericolosi sui bilanci di molte imprese e istituzioni finanziarie. Una svalutazione interna della grandezza richiesta non puo' sicuramente essere ottenuta senza una dolorosa e sostenuta contrazione dell'economia, e senza una piu' elevata disoccupazione. Una svalutazione esterna e' probabile che sia preceduta da rumours che possono causare una corsa agli sportelli e portare ad una crisi valutaria. Non esiste quindi un'alternativa che sia piu' appetibile dell'altra sotto ogni aspetto. La scelta e' tra due mali.

## Capitolo 4: la Spagna

Per piu' di un decennio prima dell'attuale crisi, la Spagna e' stata indicata come una storia di successo. Dopo un periodo di debole performance economica caratterizzata da tassi di disoccupazione patologicamente elevati, il suo tasso di crescita ha accelerato e ecceduto la media UE, le sue prospettive di bilancio sono migliorate, e la disoccupazione ha iniziato a scendere a livelli normali per gli standard europei. Il paese ha beneficiato dell'adesione all'Unione Monetaria Europea, la quale ha fornito ritorni fiscali nella forma di una rapida convergenza dei tassi di interesse ai livelli europei: la Spagna non ha piu' dovuto pagare un premio per il rischio di inflazione nella forma di tassi di interesse piu' elevati.

Tuttavia, questo "decennio d'oro" e' giunto ad una fine improvvisa nel momento in cui la Spagna e' stata duramente colpita dalla crisi. La Spagna ha sofferto a causa di una estesa distruzione di posti di lavoro che ha spinto la disoccupazione a livelli superiori al 20 per cento. La forte contrazione del PIL ha creato grandi disavanzi di bilancio e la Spagna e' stata punita dai mercati finanziari, i quali hanno imposto differenziali piu' elevati rispetto all'Italia e al Belgio, anche se ancora inferiori alla Grecia, Irlanda o Portogallo.

Analizziamo la performance dell'economia spagnola sia prima che dopo la crisi, evidenziando una serie di debolezze che gettano dubbi sulla sostenibilita' degli anni del boom. In quegli anni, l'economia spagnola si e' specializzata nei servizi a bassa intensita' di skills e nel settore delle costruzioni; rispetto al resto dell'Europa, ha accumulato differenziali di inflazione positivi, i quali, alla fine, hanno creato un problema di competitivita' e hanno

contribuito agli estesi disavanzi commerciali, nonostante un dinamico settore delle esportazioni che ha mantenuto una performance soddisfacente ma che non è cresciuto abbastanza per compensare il forte aumento delle importazioni; la produttività totale dei fattori è stata bassa e la maggior parte della crescita è stata dovuta alla riduzione della disoccupazione, insieme a ingenti flussi di immigrazione.

Inoltre, durante questo periodo, molto poco è stato fatto per affrontare le rigidità strutturali del mercato del lavoro e dei prodotti. Queste rigidità rendono conto del basso potenziale di crescita di lungo periodo e riducono la capacità dell'economia di assorbire gli shock. Per cui, nella crisi attuale, i salari sono cresciuti di oltre il 3 per cento, nonostante l'enorme aumento della disoccupazione. Le rigidità strutturali che sono alla base della scarsa performance del mercato del lavoro negli anni '80 sono state semplicemente nascoste dal boom del decennio d'oro. Temiamo così che quando la crisi sarà terminata, in Spagna potrebbe prevalere un periodo di disoccupazione molto elevata.

La crisi ha accentuato la necessità di riforme, con il governo di fronte alla duplice sfida di raggiungere un rapido consolidamento fiscale per calmare i mercati ed evitare l'insolvenza, e di attuare riforme strutturali. Le politiche restrittive avrebbero potuto essere più morbide se il governo spagnolo avesse intrapreso un programma di riforme all'inizio della crisi. Questo avrebbe dato credibilità alle politiche economiche spagnole e avrebbe implicato meno vincoli di finanziamento dai mercati internazionali dei capitali. Purtroppo, tali riforme non sono mai state attuate.

Tali riforme, tuttavia, sarebbero necessarie per riallocare il lavoro nel settore estero, al fine di ripristinare l'equilibrio interno ed esterno, e per realizzare guadagni di produttività grandi abbastanza per mitigare la riduzione dei salari reali, necessaria per il cambiamento. Questi ingredienti sono necessari alla Spagna per correggere l'ampio squilibrio del settore estero, che è una componente necessaria di qualsiasi pacchetto di risanamento fiscale. Sottolineiamo la necessità di riforme della legislazione sulla protezione dell'occupazione e il sistema di contrattazione collettiva, nonché le riforme dei mercati dei prodotti che accrescerebbero la concorrenza, e sottolineiamo il bisogno per la Spagna di migliorare la qualità del proprio R&D e dell'istruzione superiore. L'accento deve spostarsi da investimenti sulle infrastrutture alla formazione di capitale umano.

In particolare, appoggiamo la proposta fatta nel 2009 da 100 economisti, che consentirebbe accordi a livello aziendale per sostituire qualsiasi accordo di settore se, ad esempio, il contratto di livello inferiore implicasse una minore crescita salariale rispetto al contratto di settore. In questo modo, gli accordi di settore definirebbero solamente una opzione di default nel caso in cui la contrattazione non avesse luogo a livello aziendale. Allo stesso tempo, ulteriori passi devono essere fatti per porre fine alla dualità di tutela nel mercato del lavoro, oltre a riformare i sussidi di disoccupazione in modo da incentivare la ricerca di lavoro.

Sottolineiamo inoltre l'importanza di riforme che renderebbero il settore pubblico più efficiente, così come una liberalizzazione delle barriere all'entrata nel settore dei servizi e il

miglioramento della produttività nelle piccole e medie imprese. La rapida riforma del settore finanziario dopo lo shock negativo nel settore immobiliare è cruciale per fornire credito sufficiente all'economia. L'obiettivo deve essere quello di aumentare la crescita della produttività dei fattori, la quale è stata deludente fino ad ora e svolgerà un ruolo chiave per aumentare le esportazioni e per mitigare l'impatto negativo di breve periodo di riforme strutturali sugli standard di vita, rendendo così le riforme politicamente più accettabili.

La crisi offre quindi un'opportunità unica per approvare un pacchetto di riforme completo. L'unica domanda è se la società spagnola e i suoi politici approfitteranno di questo periodo di opportunità.

## Capitolo 5: Tassazione e regolamentazione del settore finanziario

A partire dallo scoppio della crisi finanziaria, i governi sono stati alla ricerca di politiche per compensare i costi di salvataggio del settore finanziario, e di porre in essere strutture per ridurre la probabilità e la gravità di una crisi futura. L'ultimo capitolo del nostro rapporto esamina le proposte che sono state considerate, e realizzate, per nuove imposte sulle banche e altre istituzioni finanziarie, analizzando queste imposte alla luce delle normative esistenti e nuove sul settore finanziario. Il capitolo si concentra principalmente sui regolamenti che riguardano proposte fiscali.

Il capitolo inizia con una breve rassegna delle cause della recente crisi finanziaria, individuando i fattori chiave che devono essere affrontati con la tassazione o con le norme. Nel capitolo si riassumono poi i recenti lavori sulla scelta tra tassazione e regolamentazione come modalità alternative per affrontare le esternalità negative imposte da una impresa, o da un settore, sul resto della società.

L'analisi politica chiave del capitolo si riferisce a due obiettivi alternativi per nuove imposte sul settore finanziario: i) aumentare il gettito e ii) indurre cambiamenti comportamentali che rendano meno probabile una nuova crisi.

Da una prospettiva rivolta al futuro, il primo obiettivo sarebbe quello di aumentare le entrate che potrebbero essere utilizzate per costruire un fondo di risoluzione per la successiva crisi. Consideriamo due possibili approcci per la progettazione di una base imponibile per tale scopo. Uno è una forma di premio assicurativo, in cui l'imposta riflette il rischio che una singola azienda richiederà il supporto del fondo di risoluzione e l'ammontare del supporto necessario. Tuttavia, una tale imposta sarebbe complessa, poiché avrebbe bisogno di basarsi su elementi che riflettono la fragilità finanziaria della società, le sue dimensioni, e il grado in cui è sistemicamente collegata con il resto del settore. Essa influenzerebbe quasi certamente il comportamento delle banche e di altre società finanziarie, magari inducendole a ridurre la leva finanziaria e il rischio dei loro investimenti. Tuttavia, questi effetti

dipendono dalla forma dell'imposta, ed esiste il pericolo che essa potrebbe avere conseguenze inaspettate se introdotta – come quasi certamente sarà il caso – insieme a regolamenti sui requisiti patrimoniali e di liquidità'.

Un'altra opzione, meglio orientata verso la raccolta di entrate addizionali, sarebbe l'imposta sulle attività finanziarie (FAT) proposta recentemente dal FMI. Questa ha due possibili forme. Noi sosteniamo una base ristretta, che includa solamente rendite economiche e la retribuzione di dipendenti con salari molto elevati. Questo sarebbe in teoria non distorsivo, e così non creerebbe complesse ed incerte interazioni con il regime normativo. Tuttavia, se i requisiti di reddito sono sufficientemente elevati, ciò potrebbe richiedere un'alta aliquota. All'altro estremo, tutte le retribuzioni potrebbero essere incluse nella base imponibile. Questo sarebbe simile ad una tassa sul valore aggiunto. Poiché la sua base è più estesa, l'aliquota potrebbe essere inferiore. Questa versione potrebbe essere vista come un sostituto per l'assenza dell'IVA nel settore finanziario, sebbene la forma dell'imposta sarebbe diversa dall'IVA, e una serie di dettagli tecnici rimangono ancora da risolvere. Ciascuna forma dell'imposta potrebbe essere introdotta a fianco di esistenti imposte sulle società'.

Un secondo obiettivo per una nuova imposta nel settore finanziario potrebbe essere quello di contribuire a rendere meno probabili crisi future, inducendo le banche e altre società finanziarie a ridurre la leva finanziaria o ad investire in attività meno rischiose. Un'opzione per questo obiettivo è il Financial Securities Contribution (FSC), proposto anche dal FMI. Fondamentalmente, si tratta di una imposta sul bilancio della banca che esenta il capitale proprio e le attività assicurate, ma include le operazioni fuori bilancio. Molti paesi hanno sia introdotto, o annunciato che prevedono di introdurre una tale imposta. Anche se questa imposta è in parte destinata ad aumentare le entrate, è chiaramente destinata a ridurre anche la leva finanziaria.

In linea di principio, questa imposta potrebbe costituire una significativa aggiunta ai requisiti di capitale Tier 1, in quanto porterebbe anche ad un più elevato rapporto tra capitale e tutte le attività – compresi i titoli di stato che attualmente non sono inclusi nella somma delle attività ponderate per il rischio nel sistema di Basilea. L'FSC, simile a un requisito patrimoniale minimo come incluso in Basilea III, è indipendente dal rischio delle attività della banca. È probabile che una banca risponda ad un più elevato coefficiente patrimoniale, indotto sia dal FSC o dal requisito patrimoniale minimo – restringendo il suo bilancio attraverso una riduzione delle proprie dotazioni di titoli di stato, il cui rischio non è misurato dalle regolamentazioni di Basilea, pur mantenendo il proprio capitale azionario. Ciò aumenterebbe il rapporto tra capitale e tutte le attività, mantenendo lo stesso rapporto relativo alle attività ponderate per il rischio. Tale strategia aumenterebbe il rischio medio delle attività proprie rimanenti, ma questo sarebbe più che compensato dal più alto capital ratio, implicando una più bassa probabilità di default. Tuttavia, è anche possibile che una banca segua una strategia differente che aumenti la probabilità di default.

Riesaminiamo l'evidenza sui requisiti patrimoniali minimi che sono necessari per far equivalere i costi sociali marginali con i benefici. Sulla base di questa evidenza, i requisiti piu' elevati sotto Basilea III dovrebbero essere considerati come un limite inferiore di cio' che e' socialmente ottimale. Verosimilmente, si otterrebbero ulteriori benefici sociali con un rapporto piu' elevato, anche se questi benefici, probabilmente, sono relativamente piccoli. Noi proponiamo che questi requisiti debbano continuare ad essere definiti dalla normativa, mentre non siamo certi circa il ruolo di una imposta. Un rapporto tra capitale e assets minimo costituisce una possibilita', ma il quoziente richiesto dovrebbe essere piu' alto del 3 per cento.

Entrate fiscali aggiuntive potrebbero essere tuttavia utili per costituire un fondo di risoluzione delle crisi. Alcune possibilita' per la tassazione includono imposte, come la FAT, destinate ad aumentare le entrate in modo relativamente non-distorsivo, oltre che a imposte, come la FSC, che sono destinate a supplementare la normativa. Il punto maggiormente a favore di quest'ultima, nasce dal tentativo di superare le carenze della normativa esistente; il suo valore potrebbe quindi dipendere dal fatto se sia invece possibile riformare la normativa direttamente.