

*Dipartimento di Impresa e Management Cattedra Politica Economica*

## I meccanismi di intervento dell'Unione Europea nell'ambito degli squilibri macro

RELATORE

Prof. Fabio Neri

CANDIDATO

Claudio Castelli

Matr.147621

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

## Sommario

<b>Introduzione</b> .....	4
<b>Capitolo 1: Alle fondamenta dell'intervento europeo: modelli teorici e situazione macroeconomica</b> .....	7
1.1.Fondamenti teorici dell'intervento sul bilancio .....	7
1.1.1.Il debito pubblico e le scelte di politica economica .....	8
1.1.3.Politica fiscale e rischio sovrano .....	10
1.2.Il contesto europeo successivo alla crisi 2008-2009 .....	12
1.2.1.La risposta delle istituzioni.....	16
<b>Capitolo2: I meccanismi di stabilizzazione dei debiti sovrani: lo European Stabilisation Mechanism</b> .....	19
2.1.European Facility Stabilisation Mechanism (EFSM) .....	20
2.1.1.Il funzionamento dell'EFSM .....	20
2.2.European Financial Stability Facility (EFSF) .....	22
2.2.1.Il funzionamento dell'EFSF: modalità di finanziamento e rilascio dei prestiti .....	24
2.2.2.Il funzionamento dell'EFSF: modalità di preparazione ed esborso del prestito .....	27
2.2.3.Il funzionamento dell'EFSF: strumenti di finanziamento .....	28
2.2.4.Il funzionamento dell'EFSF: le garanzie .....	30
2.2.5.Il funzionamento dell'EFSF: la governance .....	31
2.2.6.Il funzionamento dell'EFSF: liquidazione e altri elementi amministrativi .....	33
2.3.Gli sviluppi futuri: lo European Stability Mechanism .....	35
2.4.Fondamenti e problemi dei meccanismi di salvataggio.....	36
<b>Capitolo 3: Programmi di aiuto per gli squilibri Macro: Balance of Payment Assistance e Macro Financial Assistance to non-EU countries</b> .....	39
3.1.Balance of Payment Assistance.....	40
3.1.1.Il funzionamento della BoP Assistance .....	42
3.1.2.L'efficacia della BoP Assistance .....	44
3.2.Macro Financial Assistance to non – EU countries .....	44
<b>Capitolo 4: L'applicazione dei meccanismi di intervento: i casi Irlanda, Romania e paesi SEE 5</b> .....	48
4.1.L'applicazione dell'EFSF e dell'EFSM: il caso Irlanda.....	49
4.1.1.Le raccomandazioni del Consiglio .....	51
4.1.2.Memorandum of Economic and Financial Policies .....	55
4.1.3.Memorandum of Understanding .....	59

4.1.4. Technical Memorandum of Understanding .....	64
4.1.5. Le prime due revisioni .....	67
4.2. L'applicazione della Balance of Payment Assistance: il caso Romania .....	68
4.2.1. BoP Assistance Programme 2009-2011 .....	69
4.2.2. Precautionary Medium Term Financial Assistance .....	73
4.3. Macro Financial Assistance to Third Countries: il caso dei SEE5 .....	75
<b>Conclusioni</b> .....	83
<b>Bibliografia</b> .....	<b>Errore. Il segnalibro non è definito.</b>

## Introduzione

Il cammino dell'Unione Europea negli ultimi decenni è stato segnato dai mutamenti del quadro economico internazionale, che hanno portato le autorità a variare sempre le decisioni politiche e gli strumenti da utilizzare in reazione. La caduta di Bretton Woods e le due crisi petrolifere sono stati episodi che hanno segnato soprattutto le scelte di politica monetaria, conducendo l'Europa verso il serpente monetario, nel 1972, e poi verso lo SME, nel 1978. Il Sistema Monetario Europeo nasce dopo una forte contrapposizione tra le idee francesi, legate alla creazione di una moneta elettronica su cui calcolare gli scostamenti, e la posizione tedesca, basata sul riallineamento unilaterale: il sistema che si viene a creare è un accordo di cambio basato su una griglia di bande bilaterali, con la possibilità di usufruire di linee di credito a breve e medio termine per riallineare la moneta alla parità decisa negli accordi. Nasce quindi l'idea in seno agli organismi comunitari di un intervento di carattere finanziario a favore di uno stato in difficoltà, che non può far fronte agli impegni presi. Il meccanismo di aiuto purtroppo rimarrà solo sulla carta, come può essere testimoniato dal caso italiano. La lira è stata oggetto di 11 riallineamenti fino all'avvento del governatorato di Carlo Azeglio Ciampi, che riuscì tramite politiche restrittive a stabilizzare il valore della moneta fino al 1992, senza alcun aiuto dallo SME. La crisi del sistema diviene chiara nel '92, alla luce dell'uscita di Italia e Regno Unito dagli accordi: gli errori teorici (la mancata considerazione della German Dominance) e la lacuna negli interventi (nessun riallineamento del Marco) e negli aiuti hanno decretato il termine di un'esperienza che comunque ha segnato l'immaginario degli economisti europei. La fine degli accordi di cambio accelera un'idea già presente all'interno del dibattito comunitario dagli anni '70: la creazione di una moneta unica e quindi di un'Unione Monetaria Europea. Con il rapporto Delors e il Trattato di Maastricht si viene a creare il sistema a stadi che porterà, nel 1999, al varo dell'UME. Ai paesi membri che volessero adottare l'Euro veniva richiesto di rispettare, entro il 1997, parametri riguardanti soprattutto il debito e il deficit di bilancio. Il processo di convergenza ha richiesto sforzi particolarmente

probanti per paesi con grandi squilibri, come l'Italia, in quanto le riforme da prendere non venivano assistite in alcun modo dagli organismi comunitari. Nel 1996 in aggiunta viene firmato a Dublino il Patto di Stabilità e Crescita, che impone tutt'oggi agli Stati Membri il rispetto di due fondamentali limiti: deficit del bilancio minore del 3% del PIL e debito pubblico minore del 60% del PIL. L'obiettivo dichiarato è creare un'area valutaria ottimale, in cui insieme a una moneta unica forte vi siano bilanci sani e senza squilibri. Con l'entrata dell'Euro, inizia anche l'esperienza per i membri del mantenimento degli accordi del PSC: l'impegno però è stato più pesante di quello previsto, coinvolgendo nelle procedure di infrazione sia paesi che storicamente vivono problemi di debito sia paesi da sempre stabili, come Francia e Germania. La mancata applicazione delle procedure di rientro ha obbligato l'Ecofin alla revisione del patto nel 2005, con l'inserimento di maggiore flessibilità nelle valutazioni. Una stima dell'efficacia del nuovo PSC non è stata possibile in quanto sull'Europa si è abbattuta la tempesta portata dalla crisi dei mutui statunitensi. L'impatto è stato così forte da portare quasi sulla soglia del default paesi come Grecia, Irlanda e Portogallo, che fino a quel momento avevano anche registrato buone performance. L'ambiente economico che si viene a creare è intriso di sfiducia e debolezza: i paesi non riescono più a finanziarsi sul mercato e non possono far fronte ai loro debiti. L'unica soluzione per cercare di preservare la stabilità dell'economia mondiale e la sopravvivenza dell'Unione Monetaria Europea diviene quindi l'aiuto da parte delle istituzioni: il Fondo Monetario Internazionale muta la sua funzione storica, divenendo lender of last resort, cioè prestatore di ultima istanza; l'Unione Europea invece decide di allargare il modus operandi utilizzato per gli aiuti esterni ai membri stessi, con la creazione dell'EFSM e dell'EFSF. La tesi si occuperà dell'analisi dei programmi di intervento elaborati in sede comunitaria: da quelli storici creati per i paesi limitrofi, per mantenere un ambiente economico sano, a quelli nuovi, creati per rispondere alle crisi dei debiti sovrani dei paesi membri. Soffermandoci inizialmente sui fondamenti teorici dell'intervento europeo e il contesto macroeconomico e governativo comunitario, vedremo quindi il funzionamento particolare dello European Financial Stabilisation

Mechanism (EFSM), dello European Financial Stability Facility (EFSF), della Balance of Payment Assistance e della Macro Financial Assistance to non EU country; infine illustreremo alcuni esempi di applicazione dei vari programmi. La nostra analisi e i dati presenti sono aggiornati al Luglio 2011.

## **Capitolo 1**

### **Alle fondamenta dell'intervento europeo: modelli teorici e situazione macroeconomica**

In questo capitolo introduttivo cercheremo di delineare quali sono stati i fondamenti, teorici e pratici, dell'intervento dell'Unione Europea. Analizzeremo innanzitutto i modelli economici alla base dell'azione delle istituzioni in situazioni di squilibrio dettate dalla presenza di debiti o deficit pubblici eccessivi, e i casi in cui la presenza di questi squilibri porti al default del paese.

Nella seconda parte illustreremo invece il contesto reale in cui è nata l'idea di creare un programma di supporto nell'ambito comunitario. Grazie all'analisi della Banca Centrale Europea illustreremo il quadro successivo alla crisi, le cause delle criticità avvertite in Europa e le linee di intervento proposte.

#### **1.1.Fondamenti teorici dell'intervento sul bilancio**

L'intera analisi di questa tesi ha come centro il debito pubblico e le sue dinamiche: la sua crescita, le modalità di rientro e le relative politiche, il rischio di default. Vedremo come il dibattito teorico si sofferma, partendo dalle equazioni di vincolo del bilancio pubblico, sulla dinamica di sviluppo del debito in rapporto alle scelte della politica economica e i suoi eventuali fallimenti. Infine accenneremo ad un modello presentato nel 2002 riguardo il rapporto tra politica fiscale e rischio sovrano.

### 1.1.1. Il debito pubblico e le scelte di politica economica

Un elevato debito pubblico non permette l'accumulazione del capitale, mina gli equilibri del sistema e soprattutto non consente ai governanti la possibilità di prendere liberamente decisioni riguardo la politica economica; pur rappresentando una redistribuzione dell'onere della tassazione nel tempo, la sua formazione tramite l'accumulo di disavanzi per periodi protratti può portarlo a livelli insostenibili. La Macroeconomia definisce il deficit di bilancio come la somma tra interessi reali sul debito pubblico e disavanzo primario; tra le grandezze fondamentali, più utile è studiare l'andamento del rapporto debito/PIL, in quanto da questo possiamo valutare quanto la posizione di bilancio sia sostenibile o no. Inoltre il vincolo espresso in rapporto al PIL ci permette di evidenziare due importanti relazioni: il rapporto tra la crescita del tasso di interesse reale e del tasso di crescita dell'economia; l'influenza del saldo primario sul livello di debito.

Una regola generale per migliorare la sostenibilità può essere maggiore debito pubblico, maggiore avanzo primario, in modo da evitarne una ulteriore crescita. Generare avanzo primario può non essere sempre un obiettivo raggiungibile; le tre direzioni praticabili da un governo dunque appaiono essere: imposizione di nuove imposte; monetizzazione del debito; ripudiare il pagamento dei debiti. La prima strategia comporta pesanti conseguenze, soprattutto a livello sociale: l'imposizione di nuove tasse può essere infatti distorsiva per l'ambiente economico e può portare difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria, soprattutto nel caso di inflazione obiettivo. I due elementi possono innescare un circolo vizioso: l'aumento delle imposte aumenta l'incertezza politica nel paese, vista l'impopolarità della manovra; cresce quindi il premio al rischio e di conseguenza il tasso di interesse interno; a questo punto l'economia entra in una ancora più profonda recessione, con il calo del tasso di crescita e l'aumento della componente di interessi sul debito pubblico. L'unico modo per uscirne era virare verso la seconda modalità di rientro: l'utilizzo della monetizzazione del debito, come accaduto in



Italia nei primi anni '90. La soluzione però nell'attuale realtà europea è difficilmente praticabile in quanto le decisioni di politica monetaria sono delegate alla Comunità. Ultima possibilità di rientro da una situazione di debito eccessivo è il ripudio: si tratta semplicemente della dichiarazione da parte delle autorità che non si ha intenzione di onorare il debito. Una decisione del genere tuttavia distrugge la fiducia del pubblico nello Stato, minando in futuro la possibilità di ricorrere a nuovi finanziamenti sul mercato.

Qualunque sia la modalità scelta per ripianare la situazione debitoria, la realtà è che si sceglie sempre di imporre una nuova tassa: a cambiare è solo il gruppo economico su cui graverà. Per esempio il ripudio del debito può essere considerato come un'imposta su ricchezza e capitale, che scarica tutto il peso debitorio sulle spalle di coloro che investono in titoli di stato e sugli imprenditori. Ma bisogna anche considerare la tenuta dei Governi come determinante le manovre: la stabilità politica è cruciale nell'assicurare che non ci siano opposizioni che ritardino o blocchino l'adozione delle misure.

La teoria economica si è molto interessata alla questione dell'adeguatezza delle politiche economiche, in particolare per quanto riguarda l'utilità e l'incertezza dei suoi effetti. In primis le autorità, nella scelta di adottare una misura, devono considerare l'indeterminatezza sulle conseguenze delle loro manovre, adottando quindi più prudenza nelle loro scelte. Soprattutto alla luce delle teorie monetariste e della razionalità limitata, eventuali decisioni di politica economica hanno l'obbligo di calcolare l'impatto sulle aspettative degli agenti, utilizzando quindi il più adatto modello della teoria dei giochi. Inoltre l'organo politico non deve perseguire politiche incoerenti dal punto di vista temporale, contemperando obiettivi di breve e lungo periodo: deve cioè evitare di cadere nel gioco delle promesse elettorali, per esempio tagliando le tasse prima di una tornata. Il gioco politico tra maggioranza e opposizione può inoltre portare ad aggravare la posizione del bilancio in maniera irreversibile: la mancanza di tempestività nelle manovre, dovuta ad un clima di

instabilità politica, può portare il deficit a raggiungere dimensioni preoccupanti fino a livelli non più sopportabili.

### **1.1.3. Politica fiscale e rischio sovrano**

La teoria del debito sovrano trova una sua caratterizzazione nel paper<sup>1</sup> di Martin Uribe, in cui l'economista studia come con particolari regimi fiscali il default sia inevitabile: l'importanza del contributo di questa analisi sta nel sottolineare come il fallimento dipenda in maniera decisiva dalla scelta di politica monetaria. I due casi considerati sono paesi con politiche per calmierare i prezzi e paesi che decidono invece di fissare un target di inflazione, da raggiungere attraverso la modifica del livello dei tassi nominali.

Fissare il livello dei prezzi vuol dire non poter utilizzare questo indicatore come stabilizzatore nel caso di shock negativi a livello fiscale. Senza questa possibilità il governo non può alleggerire parte del suo debito reale tramite inflazione a sorpresa: la posizione di bilancio si aggraverà e il default sarà inevitabile. L'esempio presentato è quello dell'Argentina: tra il 1991 e il 2002 il paese sudamericano fissa con legge la sua moneta al Dollaro, rimettendo tutte le leve di politica monetaria alle decisioni dell'autorità statunitense. La difficoltà dei governi a retrocedere da questa scelta è stata ancora più decisiva durante la lunga crisi del 2001, in cui i mercati hanno cominciato a dubitare della capacità delle autorità di contenere gli squilibri di bilancio, aumentando quindi il premio al rischio sulle obbligazioni: l'unica soluzione è stata il default del paese, inizialmente dichiarando di non poter pagare gli interessi e successivamente annunciando l'impossibilità di ripagare in toto i titoli.

---

<sup>1</sup> Vedi analisi contenuta in Uribe, M. 2002.

L'alternativa monetaria considerata nel paper è una politica di Taylor Rule, ovvero la decisione di perseguire un livello di inflazione obiettivo aggiustando il tasso di interesse nominale. Allo stesso tempo, l'autorità fiscale in questa fattispecie agisce in modo da non aggiustare il deficit primario per assicurare la solvenza. Con questa impostazione, nel caso in cui il governo decida di astenersi dal default, la stabilità dei prezzi è generalmente non ottenibile: in particolare, il tasso di inflazione di equilibrio diverge sia a più che a meno infinito, dando origine al fenomeno dell'iperinflazione (o deflazione) fiscale. La necessaria conseguenza della volontà di mantenere il target dei prezzi sarà quindi il default. Esempio di Taylor Rule è la condotta del Brasile: la sua Banca Centrale, sin dal 1999, persegue il mantenimento di un target di inflazione tramite l'utilizzo del tasso di interesse. Il Tesoro brasiliano ora sta sperimentando gravi problemi nell'implementazione di riforme fiscali necessarie ad evitare l'aumento del debito pubblico. Il paese non ha conosciuto default, in quanto il suo programma di ristrutturazione unilaterale può essere considerato l'unica way out ad una situazione di iperinflazione. Tutti e due le analisi si basano su due assunzioni: il governo, dati i regimi fiscali e monetari, mantiene sempre la promessa di onorare le obbligazioni fin quando può; il debito pubblico non è indicizzato.

La conclusione dello studio sottolinea il forte legame tra scelte di politica monetaria e rischio di default, come testimoniato dalla crisi che ha colpito molte economie emergenti nei primi anni 2000. L'analisi inoltre rivela la centralità dell'attitudine dei governi a prendere decisioni: un eventuale ritardo non fa altro che aggravare la situazione e l'impatto del fallimento.

## 1.2. Il contesto europeo successivo alla crisi 2008-2009

La crisi che ha colpito l'economia statunitense nel 2008-2009, come avremo modo di approfondire anche nei capitoli successivi, ha fortemente minato l'equilibrio economico dell'Unione Europea. L'immediata risposta proposta dai governi di tutti gli Stati membri è stata varare pacchetti di stimolo di bilancio con l'obiettivo di tamponare la situazione depressiva: il varo di politiche discrezionali e di breve periodo, agli antipodi con il costume dell'utilizzo degli stabilizzatori automatici del mercato, era richiesto dalle particolari condizioni dell'ambiente economico. La sostenibilità delle manovre è tuttavia legata indissolubilmente alla capacità di lungo periodo di assicurare una ripresa delle finanze pubbliche sostenibile e al ritorno alla fiducia nelle finanze statali: proprio questo è stato il punto debole della strategie dei vari paesi europei, che con le misure di breve periodo hanno sì migliorato la crescita di prodotto e occupazione, ma hanno irrimediabilmente peggiorato la situazione di bilancio. La fallacia delle strategie sta nel tipico problema delle politiche anticicliche: il ritardo nella loro applicazione, dovuto essenzialmente alla difficoltà nell'indirizzo degli obiettivi e all'incertezza della reazione del mercato.

L'idea che sia la spesa pubblica a sostituire la spesa privata in caso di squilibri economici risale agli studi di Keynes, in antagonismo con la tesi dello spiazzamento neoclassico; nella situazione europea, è stata accettata la prima linea di azione. Vediamo comunque quali possono essere i fattori distorsivi dell'azione statale nell'economia. L'investimento pubblico, in casi del genere, si sostituisce all'investimento privato; questo aumenterà la pressione sul bilancio pubblico, portando ad un aumento del tasso di inflazione, soprattutto nei paesi più indebitati; di conseguenza, ci sarà una diminuzione della spesa privata. A favore dello spiazzamento è inoltre la teoria dell'equivalenza ricardiana: un aumento della spesa pubblica viene considerato dal consumatore come una tassa implicita, in quanto sa che nel futuro dovrà pagare più tasse per far fronte agli impegni attuali del governo; per questo anche nel breve periodo, pur senza nuova imposizione fiscale, le famiglie

accantoneranno i fondi derivanti dal miglioramento delle condizioni conseguenti la manovra. La conclusione è che quindi le misure di bilancio non hanno effetti nel breve periodo sul livello del reddito. Nella situazione che però si crea dopo il 2008, le probabilità che venga verificata l'equivalenza diventano basse, in quanto la presenza di vincoli di liquidità nel settore bancario, la minore pressione al rialzo dei tassi e la presenza di output gap negativi hanno contenuto l'effetto dello spiazzamento.

Per essere efficace abbiamo visto che una politica di breve periodo e discrezionale deve essere tempestiva, mirata e soprattutto temporanea. La realtà ci restituisce un quadro lontano dalla teoria: le misure adottate sono state rallentate soprattutto a causa delle richieste provenienti dai vari gruppi sociali; la temporaneità è invece minata dall'incapacità dei governi di rimuovere le manovre, aggravando in molti casi la situazione stessa di bilancio. Bisogna inoltre considerare che interventi in un settore possono peggiorare la situazione in altri comparti dell'economia.

La tesi keynesiana d'altronde considera un elemento fondamentale, decisivo per la scelta dei governi per i pacchetti di stimolo di breve periodo: l'effetto sulle aspettative di lungo termine. La creazione e l'attuazione di una strategia credibile può diminuire il premio per il rischio richiesto dal mercato, aiutando la discesa dei tassi reali ed evitando eventuali crowding out.

Lo studio della BCE si propone di analizzare l'efficacia delle politiche di bilancio utilizzate nell'immediato dai Paesi Membri; tramite i dati forniti, possiamo vedere come gli effetti negativi derivino principalmente dall'utilizzo di tassazioni distorsive, in un contesto di consumi collettivi eccessivi e retribuzioni pubbliche elevate, mentre le positive gli effetti espansivi derivanti dalla maggiore spesa pubblica, in particolare sulla formazione e l'istruzione.

**Figura 1. Composizione dei pacchetti di stimolo di bilancio nell'Area Euro per il 2009-2010**

	2009	2010	Strumenti di bilancio corrispondenti nel NAWM
Misure indirizzate alle famiglie	0,4	0,3	Trasferimenti e imposte sul reddito da lavoro per tutte le famiglie; imposte sui consumi
Incremento della spesa per misure destinate al mercato del lavoro	0,1	0,1	Consumi collettivi
Misure destinate alle imprese	0,2	0,2	Imposte sui salari; imposte sui redditi da capitale; crediti d'imposta su investimenti privati
Aumento degli investimenti pubblici	0,3	0,2	Investimenti pubblici
<b>Totale</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	

*Fonte: Commissione Europea*

Al peggioramento della situazione di bilancio hanno contribuito anche gli stabilizzatori automatici, insieme a entrate inferiori alle attese: le dinamiche debito/PIL continuano ad aumentare. Il risultato è ambiguo: insieme a miglioramenti, soprattutto a livello di prodotto, si registra un peggioramento consistente dei bilanci, che diminuisce la fiducia degli operatori e la stabilità di bilancio dell'Unione.

L'analisi politica parte proprio da questo punto: trovare una soluzione al problema dell'eccessivo debito sovrano e agli squilibri macroeconomici che comporta. Il mandato di studiare la riforma della governance, sull'esame della situazione post crisi, è stato dato alla Van Rompuy task force, che ha avanzato un insieme di proposte incentrate sul bisogno di una maggiore coordinazione tra le politiche europee, oltre che l'istituzione di meccanismi permanenti di vigilanza e supporto macroeconomico.

Il rapporto redatto coglie tutte le debolezze che hanno ampliato l'effetto della crisi in Europa, riconoscendo che un elevato grado di integrazione imponga una più forte unione economica, e che quindi situazioni critiche in un paese possono contagiare in breve tempo anche altri membri in situazione di debolezza. Il funzionamento dell'Unione però è basato su una chiara distinzione tra politiche europee (di

carattere monetario) e politiche economiche demandate ai paesi membri (fiscali e strutturali), legate al contesto particolare dello Stato; le misure di carattere nazionale trovano comunque limite nel Patto di Stabilità e Crescita, che nel garantire la sostenibilità e la stabilità dei bilanci impone margini di manovra alle misure fiscali. La versione del 2005 del PSC ha in parte modificato i suoi dettati, inserendo una maggiore flessibilità nella stima delle procedure di sorveglianza. Uno dei nuclei centrali del Patto è la Procedura per Disavanzi Eccessivi (PDE): nel caso dal monitoraggio sui conti emerga che un paese non persegua l'obiettivo di medio termine deciso con le autorità, il Consiglio Europeo avverte il paese prima tramite raccomandazioni, per poi punirlo con sanzioni finanziarie. Molti paesi europei, per non incorrere nella PDE, hanno sfruttato la congiuntura favorevole dell'inizio 2000 per migliorare la loro posizione di bilancio: 8 dei 17 partecipanti all'UME hanno raggiunto nel 2007 il MTO (Medium Term budgetary Objective)<sup>2</sup>. Il mancato seguito alle raccomandazioni, la discrezionalità della PDE e obiettivi di medio termine sovrastimati non hanno tuttavia permesso al PSC di dare gli effetti pronosticati.

La VRTF riconosce inoltre un enorme contributo al peggioramento del quadro economico europeo alla mancanza di sorveglianza a livello macro, insieme alla lacuna nel meccanismo di gestione delle crisi. Il quadro legislativo manca del tutto di organi deputati alla prevenzione degli squilibri macroeconomici: di conseguenza, molti paesi hanno registrato forti squilibri interni, inflazione persistente, aspettative ottimistiche rispetto alla realtà, accumularsi di rischi finanziari (soprattutto nel settore bancario). Con l'avvento della crisi, è bastato il crollo di uno dei paesi non stabili per contagiare l'intero contesto europeo. In questa prospettiva appare ancor più grave la mancanza di un meccanismo di gestione delle crisi, che avrebbe diminuito l'impatto della recessione. Il PSC può essere considerato esso stesso un metodo precauzionale contro la crisi, in quanto suo obiettivo è evitare squilibri nei debiti sovrani: tuttavia i problemi che abbiamo già visto e l'impatto più forte delle aspettative della recessione americana hanno portato al fallimento della natura preventiva del Patto.

---

<sup>2</sup> Nelle conclusioni vi è un'ulteriore analisi delle seguenti dinamiche, in particolare del saldo primario.

### 1.2.1. La risposta delle istituzioni

Il Fondo Monetario Internazionale e la VRTF hanno elaborato nuove modalità per gestire la situazione attuale e per intervenire in futuro nel caso in cui si presenti di nuovo un crollo come quello del 2008. L'FMI ha concentrato gli sforzi sull'analisi del mercato monetario internazionale, verificando la presenza di forti elementi di vulnerabilità e carenze, dovute soprattutto alla politica perseguita dai paesi con forti disavanzi commerciali e monete (nella maggior parte dei casi) ancorate al dollaro di creazione di scorte precauzionali in contrapposizione alla politiche di forte spesa dei paesi in disavanzo, all'inadeguatezza della supervisione e dei meccanismi correttivi. Il Fondo, come tutore della stabilità monetaria internazionale, ha mutato i suoi meccanismi di intervento: grazie alla triplicazione delle sue riserve, sono stati istituiti finanziamenti bilaterali nella forma di Flexible Credit Line e Precautionary Credit Line. Inoltre, insieme all'FSB e al G20 ha creato un network di sorveglianza, che vigili a livello globale sulla stabilità macroeconomica.

L'Unione Europea, come illustreremo compiutamente nei capitoli successivi, prevedeva già da tempo meccanismi di aiuto nel caso di squilibri economici: la Balance of Payment Assistance per i paesi non appartenenti all'Euro e la Macro Financial Assistance to non EU countries per i paesi non appartenenti all'Unione; mancava quindi un intervento nel caso di problemi all'interno della situazione dei paesi Euro. La crisi ha portato alla ribalta questa questione: i due piani già esistenti sono stati fortificati, raggiungendo quota 50mld EUR; la situazione greca e lo spettro del default per Irlanda e Portogallo hanno condotto alla creazione dello European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e dello European Financial Stability Facility (EFSF), per far fronte alle crisi dei debiti sovrani dei paesi dell'UME. Il resto del progetto di riorganizzazione della governance economica europea è rappresentato dalle raccomandazioni della Van Rompuy task force, create sull'analisi che abbiamo precedentemente visto.



Le raccomandazioni hanno come punto focale il riconoscimento di problemi gravi di stabilità di bilancio nella maggior parte degli appartenenti all'Unione. In primis viene richiesto un maggior controllo delle dinamiche di budget nel contesto del Patto di Stabilità e Crescita: le raccomandazioni preventive vanno potenziate e ampliate, mettendovi alla base requisiti numerici più rigidi, che permettano allo stesso tempo poca discrezionalità nella scelta di attivare un PDE e una considerazione adeguata delle particolari condizioni in cui versa il paese; vanno rivisti i piani MTO e va rinforzata la procedura di sanzione. Il controllo deve in ogni caso essere coordinato anche a livello micro: viene richiesto quindi a ogni Stato di prevedere un'authority sul bilancio, che possa dare una valutazione indipendente della situazione.

L'attenzione deve essere posta ugualmente sulla mancanza, a livello comunitario, di controllo sulla situazione macroeconomica. La VRTF propone una procedura particolare, simile a quella del PSC: la Commissione è incaricata di indicare l'esistenza di squilibri all'interno della situazione di un paese. La procedura quindi continuerà con le raccomandazioni e, in casi di particolare gravità, dell'obbligo di redazione e sottoposizione al Consiglio di un Piano di Azioni Correttive, prese in concerto con le direttive della Commissione. L'iter proposto differisce in maniera sostanziale dalle indicazioni del Patto, in quanto viene prevista una maggiore automaticità nell'attivazione e un diverso, e più graduale, sistema di sanzione. Il bisogno che può nascere di finanziamenti esterni per i paesi in crisi ha portato la task force a considerare anche la potenziale trasformazione dell'EFSF e dell'EFSM in meccanismi permanenti, sotto un unico piano chiamato European Stabilisation Mechanism (ESM). Grazie alla modifica dell'art 136 del TFUE, si dà quindi la possibilità all'Unione Europea di intervenire nelle crisi sovrane tramite il fondo, che come vedremo ricalca le modalità operative dell'EFSF. L'unico problema che viene posto è la possibilità che si verifichino fenomeni di moral hazard: la questione viene risolta dalla previsione di regole rigorose e vincolanti, soprattutto per quanto riguarda la concessione delle somme.

Nella presentazione fatta dalla Commissione agli investitori vengono delineati i principi cardine del framework di salvataggio europeo. Alla base la struttura che vede come controparte delle obbligazioni emesse l'Unione stessa, che beneficiando del rating massimo da tutte e tre le agenzie, può raccogliere a tassi favorevoli, a differenza dei paesi che va a finanziare. Le modalità di funding e di esborso sono simili per tutti e quattro i programmi (EFSM, EFSF, Balance of Payment Assistance e Macro Financial Assistance to non EU countries): sul mercato vengono emessi titoli a medio termine, che vanno a coprire prestiti back – to – back. Simile è anche l'iter di decisione: il processo si attiva con la richiesta di aiuto da parte dello stato (tranne nel caso della precautionary line attivata nel 2011 per la Romania, cfr capitolo 4); quindi si passa alla negoziazione del piano di stabilizzazione con la Commissione, con successiva redazione e firma di un Memorandum of Understanding; infine il Consiglio, tramite Decisione, stabilisce la quantità e le condizioni del prestito.

## Capitolo2:

### I meccanismi di stabilizzazione dei debiti sovrani: lo European Stabilisation Mechanism

La crisi finanziaria del 2008 ha portato conseguenze rilevanti nella situazione economica dei paesi della Comunità Europea, provocando un generale rallentamento delle economie e un deterioramento delle posizioni debitorie di tutte le realtà. I recenti eventi hanno inoltre dimostrato come una situazione di stress di uno stato membro possa propagarsi a tutti gli altri, minacciando la stabilità dell'intera Unione.

Diviene quindi necessaria un'azione coordinata, atta a salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Unione: viene perciò previsto un pacchetto di European Stabilisation Actions, in grado di supportare gli stati membri in difficoltà.

Il pacchetto, approvato nel Maggio 2010, ha creato l'ESM (European Stabilisation Mechanism) che consiste in:

- European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)
- European Financial Stabilisation Facility (EFSF)

Insieme a questi due programmi, i paesi dell'area Euro beneficiano anche:

- dei finanziamenti del Fondo Monetario Internazionale
- della possibilità che la Banca Centrale Europea acquisti i debiti sovrani.

Il totale degli aiuti ammonta a più di 750mld di EUR, utilizzabili nelle circostanze eccezionali che si vanno presentando.

Il rilascio degli aiuti va tuttavia accompagnato da misure economiche e fiscali nei paesi che ne beneficiano: lo scopo è quindi anche quello di migliorare il coordinamento tra i paesi, la competitività, la sorveglianza a livello macroeconomico dell'Unione e infine creare un meccanismo permanente di risoluzioni delle crisi sovrane.

Nei seguenti paragrafi verranno analizzati i due meccanismi creati in seno alla Commissione Europea, e infine quelli che si prospettano essere gli sviluppi futuri del programma.

## **2.1. European Facility Stabilisation Mechanism (EFSM)**

L'EFSM è il secondo piano varato per far fronte ai problemi dei debiti sovrani dei paesi membri, subito dopo il pacchetto di aiuti varato ad hoc per il caso greco.

Il meccanismo riproduce lo stesso schema utilizzato per la Balance of Payment Regulation, erogata ai paesi non aderenti all'Euro (cfr capitolo 3). L'attivazione del programma permette alla Commissione di raccogliere denaro sui mercati finanziari a nome della Comunità, utilizzando come implicita garanzia il budget stesso dell'Unione; quindi i fondi vengono destinati al paese che ne ha fatto richiesta. Questo particolare accordo permette che non vi sia alcun costo di gestione del debito per l'Unione, in quanto tutti gli interessi e il debito capitale vengono ripagati dallo stato beneficiario tramite la Commissione.

L'attivazione del finanziamento tramite l'EFSM avviene solo successivamente alla richiesta espressa di supporto finanziario fatta dallo Stato Membro e, contemporaneamente, all'adesione dello stesso ad un programma di aggiustamento macroeconomico deciso con la Commissione e la Banca Centrale Europea.

Il programma EFSM, ufficialmente nato nel Maggio 2010 ha previsto finanziamenti per 60mld EUR; come vedremo nel Capitolo 5 la sua attivazione avverrà solo nel 2011, con il varo dei programmi di salvataggio per Irlanda e Portogallo.

### **2.1.1. Il funzionamento dell'EFSM**

L'EFSM, come già sottolineato sopra, provvede ad assistere finanziariamente gli stati membri dell'Unione Europea, nel caso in cui un soggetto sovrano sia interessato o possa essere minacciato da disturbi finanziari scatenati da eventi fuori dal controllo dello stesso.

Prima di poter beneficiare dei fondi, lo stato membro dovrà presentare una richiesta in cui indicherà la cifra di cui ha bisogno e un programma di aggiustamento economico e finanziario, contenente le misure che saranno prese per risanare la stabilità economica.

Il Consiglio Europeo, sulla base delle richieste presentate, decide se accordare al paese l'assistenza finanziaria; la delibera, presa su richiesta della Commissione, deve essere approvata da una maggioranza qualificata.

Nel caso in cui il piano venga accettato, la delibera conterrà:

- i dettagli tecnici del finanziamento: l'ammontare, la scadenza, la formula di pagamento e il numero di rate , insieme ad altre informazioni utili all'applicazione del programma;
- le condizioni generali di politica economica: manovre, stabilite dalla Commissione in concerto con la Banca Centrale Europea, pensate per permettere al paese beneficiario di ristabilire l'equilibrio finanziario e quindi potersi finanziarie (a condizioni più convenienti) direttamente sul mercato;
- il benessere al programma di aggiustamento economico e finanziario presentato nella richiesta di finanziamento dal paese.

L'assistenza può essere erogata sia sotto forma di prestito che di linea di credito: la decisione del Consiglio di conseguenza cambierà solo nei dettagli tecnici, mantenendo di fondo la stessa intonazione. Inoltre, nel caso della linea di credito, si autorizza lo stato che ne ha bisogno a prelevare fondi fino a un certo ammontare per un periodo limitato alle cifre raccolte sul mercato.

La Commissione e lo Stato membro devono concludere in aggiunta un Memorandum of Understanding (MoU) contenente i dettagli di politica economica sulle linee decise dal Consiglio. Le condizioni contenute negli accordi vengono comunque riesaminate dalla Commissione ogni sei mesi, con la possibilità di modificarle in accordo con lo Stato beneficiario.

Le procedure di erogazione sono gestite dalla Commissione. I fondi devono essere raccolti nella modalità che assicuri il minore costo possibile: possono quindi essere anche raccolti direttamente sul mercato grazie all'emissione di titoli di credito, garantiti direttamente dai fondi della Comunità; il debitore sarà l'Unione Europea stessa, che ha la possibilità, visto il suo rating, di finanziarsi a tassi particolarmente bassi. I fondi, elargiti allo Stato esclusivamente in Euro, vengono trasferiti presso un conto speciale aperto presso la Banca

Centrale nazionale. Tutte le operazioni possono essere oggetto di controllo da parte della European Court of Auditors.

Il piano, come già sottolineato, è oggetto di revisione semestrale: viene verificata la persistenza della situazione di crisi (e quindi la necessità di mantenere in vita il finanziamento) ed eventuali proposte di emendamenti, per adattare l'accordo ad eventuali nuove esigenze.

Per quanto riguarda il rapporto tra gli aiuti dell'EFSM e quelli di altri meccanismi, il piano è compatibile sia con i programmi europei di stabilizzazione della bilancia dei pagamenti (accordato ai Paesi Membri che non hanno adottato l'Euro e conoscono delle difficoltà nella Bilancia dei Pagamenti), sia con il ricorso a pacchetti di aiuto fuori dalla Comunità, come quelli erogati dal Fondo Monetario Internazionale. La Commissione si riserva comunque la possibilità di valutarne la compatibilità, soprattutto per quanto riguarda le politiche che lo Stato beneficiario deve attuare secondo le raccomandazioni del Consiglio contenute nel MoU.

L'EFSM, nato come intervento di carattere eccezionale, alla prima revisione effettuata sei mesi dopo la sua entrata in vigore (Novembre 2011) è stato confermato, in quanto sono state ancora riscontrate le circostanze eccezionali che ne hanno spinto la creazione.

## **2.2. European Financial Stability Facility (EFSF)**

Insieme all'EFSM, il pacchetto di aiuti finanziari varato dai paesi membri il 9 Maggio 2010 ha previsto anche la creazione di un sistema complementare: lo European Financial Stability Facility (EFSF). I presupposti sono quindi gli stessi: creare un meccanismo di supporto finanziario per gli Stati Membri in difficoltà provocate da eventi esterni.

Con la firma del Framework Agreement e la registrazione in Lussemburgo il 7 Giugno 2010, l'EFSF nasce come Special Purpose Vehicle, società sotto la legge lussemburghese, per il mantenimento della stabilità dell'Unione Monetaria Europea e il finanziamento degli Stati Membri in difficoltà; i paesi partecipanti al capitale sono 16 (Belgio, Germania, Irlanda,

Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Olanda, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia, Finlandia, Grecia) in proporzione alla loro partecipazione al capitale della BCE; complessivamente il capitale sottoscritto è di 440mld EUR. La firma del Framework sottintende che ogni Stato Membro accetti le condizioni di funzionamento e tutti le condizioni che vedremo successivamente.

Riguardo gli aspetti operativi, l'EFSF viene supportato nel suo operato dal German Debt Management Office (DMO), soprattutto per le operazioni di emissione, e dalla Banca Centrale Europea. Il CFO della società è attualmente Klaus Regling, a capo del Direttorato generale degli affari economici e finanziari della Commissione Europea.

Sul piano finanziario, la società agisce siglando prestiti e Loan Facility Agreement con gli stati che ne fanno richiesta, raccogliendo denaro tramite l'emissione di obbligazioni sul mercato; i titoli emessi sono assicurati da garanzie prestate dagli Stati Membri, che agiscono da garanti secondo l'accordo siglato nel Giugno 2010. I piani di supporto prevedono inoltre, come nel caso dell'EFSM, la presenza e l'approvazione di un Memorandum of Understanding.

Per quanto riguarda la compatibilità con gli altri programmi, l'EFSF nasce in collaborazione con i programmi del Fondo Monetario e in maniera coordinata con i programmi dell'EFSM; in aggiunta i prestiti erogati vengono stabiliti in modo da prevedere termini comparabili al piano di supporto greco.

L'EFSF è operativo dal 4 Agosto 2010, grazie alla firma del Framework Agreement e la conferma da parte di 13 paesi delle garanzie, raggiungendo il 94,9 % del totale.

Il primo intervento del piano è stato accordato il 25 Gennaio 2011 all'Irlanda, per un importo di 5mld EUR.

L'EFSF ha una sua data di termine: tutti gli stati che possono diventare potenziali debitori devono richiedere ed entrare nel Loan Facility Agreement entro il 30 Giugno 2013.

Nei paragrafi che seguono, analizzeremo tutti i termini dell'accordo e quindi le modalità con cui si esplicita il funzionamento del programma.

### 2.2.1. Il funzionamento dell'EFSF: modalità di finanziamento e rilascio dei prestiti

Alla richiesta di aiuto da parte di uno Stato, il primo passo viene compiuto dalla Commissione, autorizzata a negoziare il MoU con il debitore: il documento conterrà anche la decisione del Consiglio (ex art. 136 del Trattato). La Commissione stessa potrà firmarlo dopo l'approvazione dello European Working Group (EWG).

Approvato il MoU, inizia la fase di studio delle condizioni del prestito: con la collaborazione della BCE, la Commissione presenta allo EWG i termini generali riguardanti le condizioni di mercato della richiesta, compatibili con il MoU in modo da creare un piano che sia sostenibile.

A questo punto l'EFSF può negoziare i dettagli tecnici del Loan Facility Agreement, base del prestito stesso; le clausole decise dovranno quindi essere approvate dagli Stati Membri. Tutti i documenti relativi al piano vengono mantenuti e verificati dall'EFSF, che quindi controllerà il rispetto delle sue clausole.

La società è successivamente autorizzata ad emettere strumenti di finanziamento per erogare i prestiti. Il loro profilo sarà sostanzialmente simile a quello del piano stesso, tenuto conto comunque dei tempi tecnici di raccolta e pagamento dei fondi; per quanto riguarda il tasso di interesse, questo dovrà assicurare la copertura dei costi di finanziamento e prevedere un margine per remunerare i Garanti. Bisogna inoltre considerare la presenza di Service Fees per pagare i costi operativi dell'EFSF.

L'emissione di strumenti di debito sottintende la richiesta d'intervento delle Garanzie: viene infatti richiesto ai Garanti di emettere la garanzia nelle forme approvate nell'accordo. L'ammontare di queste viene calcolato come prodotto tra:

- percentuale prevista nella terza colonna dell'Annex 2 (che può essere modificata in accordo con i termini del Framework Agreement e/o modificata per ricomprendere la mancanza di garanzie di uno Stato Membro);
- 120% della Adjusted Contribution Key;



- l'obbligo preso dall'ESFS nell'emissione degli strumenti.

La società può inoltre richiederle per facilitare il mantenimento di un alto livello di rating (ora al massimo livello per tutte le maggiori agenzie) e delle migliori condizioni di finanziamento. Le Garanzie coprono tutti gli strumenti emessi.

I Garanti quindi intervengono: per assicurare gli strumenti emessi dall'ESFS; per mantenere le condizioni del prestito a livelli soddisfacenti; nelle modalità approvate dagli Stati Membri secondo l'accordo; per l'ammontare massimo sopra elencato; utilizzando come valuta l'Euro o qualunque altra valuta approvata dai Garanti stessi.

Per quando riguarda la Service Fee, questa ammonta a 50bp sull'ammontare principale di ogni prestito; il costo verrà poi dedotto dal totale ricevuto in pagamento dall'investitore. In più, va dedotto dall'ammontare anche il valore attuale netto del margine anticipato che maturerà alla data di scadenza programmata e ulteriori somme decise dall'ESFS; come risultato si otterrà il Cash Reserve ( o scorta monetaria). Questa cifra rappresenta il pagamento delle somme messe a Garanzia dagli stati membri (attenzione: tutti i costi di gestione sono già stati dedotti!).

**Tabella1: LIST OF GUARANTOR EURO-AREA MEMBER STATES WITH THEIR RESPECTIVE GUARANTEE COMMITMENTS**

<b>Country</b>	<b>Guarantee Commitments EUR (millions)</b>
Kingdom of Belgium	15,292.18
Federal Republic of Germany	119,390.07
Ireland	7,002.40
Kingdom of Spain	52,352.51
French Republic	89,657.45
Italian Republic	78,784.72
Republic of Cyprus	863.09

Grand Duchy of Luxembourg	1,101.39
Republic of Malta	398.44
Kingdom of the Netherlands	25,143.58
Republic of Austria	12,241.43
Portuguese Republic	11,035.38
Republic of Slovenia	2,072.92
Slovak Republic	4,371.54
Republic of Finland	7,905.20
Hellenic Republic	12,387.70
Total Guarantee Commitments	440,000.00

Fonte: Commissione Europea

**Tabella 2: CONTRIBUTION KEY**

<b>Member State</b>	<b>ECB Capital subscription key %</b>	<b>Contribution Key</b>
Kingdom of Belgium	2.4256	3,475494866853410%
Federal Republic of Germany	18.9373	27,134106588911300%
Ireland	1.1107	1,591454546757130%
Kingdom of Spain	8.3040	11,898297070560200%
French Republic	14.2212	20,376693436879900%
Italian Republic	12.4966	17,905618879089900%
Republic of Cyprus	0.1369	0,196155692312101%
Grand Duchy of Luxembourg	0.1747	0,250317015682425%
Republic of Malta	0.0632	0,090555440132394%
Kingdom of the Netherlands	3.9882	5,714449467342010%
Republic of Austria	1.9417	2,782143957358700%
Portuguese Republic	1.7504	2,508041810249100%
Republic of Slovenia	0.3288	0,471117542967267%
Slovak Republic	0.6934	0,993530730819656%

Republic of Finland	1.2539	1,796637126297610%
Hellenic Republic	1.9649	2,815385827787050%
<b>Total</b>	67.8266	100,0000000000000000 %

*Fonte: Commissione Europea*

### 2.2.2. Il funzionamento dell'EFSF: modalità di preparazione ed esborso del prestito

Come già indicato nell'introduzione, centrale nei piani dell'EFSF è il ruolo del Memorandum of Understanding. Prima di ogni erogazione infatti, la Commissione deve presentare all'Eurogruppo un report in cui analizza la conformità del debitore alle condizioni stabilite nel MoU; la stessa dovrà inoltre essere vagliata dai Garanti, che decideranno sull'esborso del prestito. In caso di decisione unanime positiva, il presidente dello EWG richiede all'EFSF di redigere una proposta con i dettagli tecnici del prestito, secondo i parametri del MoU, del Loan Facility Agreement e della situazione di mercato e del debito del paese richiedente. La proposta dovrà specificare l'ammontare disponibile, l'esborso netto, la scadenza, il piano di rimborso e il tasso di interesse (compresi i margini).

Alla firma definitiva del Loan Facility Agreement, l'EFSF può cominciare il processo di emissione degli strumenti di finanziamento previsti dal programma e, in caso di necessità, richiedere ai Garanti l'emissione di Garanzie, in modo da avere fondi sufficienti a coprire le esigenze del prestito e quindi in modo da permettere al debitore la disponibilità dell'esborso netto sui conti dell'EFSF.

### 2.2.3. Il funzionamento dell'EFSF: strumenti di finanziamento

L'EFSF può emettere strumenti di finanziamento per finanziare l'erogazione del prestito, beneficiando delle Garanzie o creando uno o più EFSF Programme (programmi di emissione per la raccolta di denaro sul mercato) ; in tutti i casi, è prevista adeguata informazione sulle scelte effettuate tramite fogli informativi di vario genere.

Gli strumenti scelti per il finanziamento possono essere creati utilizzando termini e condizioni standard, comprendenti clausole di richiamo delle garanzie effettuabile dall'EFSF (nel caso in cui abbia anticipato fondi a causa di una caduta nei pagamenti) o dai Garanti (nel caso in cui l'EFSF abbia fallito nel pagamento programmato di interessi e capitale attraverso un programma di finanziamento). Le condizioni standard devono chiarire che non c'è accelerazione nell'emissione degli strumenti nel caso in cui il prestito da questi finanziato venga pagato anticipatamente.

Nella strutturazione e negoziazione dell'emissione l'EFSF potrà fare tutto ciò che sia necessario per il successo dell'operazione, tra cui: negoziare con sindacati di banche; contattare le agenzie di rating e fornire loro tutti i dati e i documenti necessari ad ottenere un'analisi dettagliata; avvalersi della consulenza di vari altri professionisti, come avvocati e agenti di borsa; negoziare con fondi fiduciari e sistemi di compensazione (come Euroclear); organizzare roadshow per pubblicizzare l'emissione e aiutare l'acquisto dei titoli; siglare tutti i documenti legali legati all' emissione e ai programmi EFSF.

I termini tecnici delle obbligazioni emesse dovranno essere coerenti con il prestito che andranno a finanziare, soprattutto per quanto riguarda l'ammontare, i tempi di emissione, la valuta di denominazione, i profili di rimborso, la scadenza e il tasso di interesse; va comunque considerato che i pagamenti programmati dei prestiti dovranno essere almeno di 14 giorni lavorativi precedenti al pagamento degli strumenti collegati. Nel caso in cui non sia conveniente o possibile emettere strumenti alle condizioni stabilite nel prestito, l'EFSF può richiedere ai Garanti flessibilità nei termini dell'emissione, prevedendo la possibilità di dover utilizzare clausole diverse da quelle del prestito; in particolare, viene concesso margine di manovra riguardo la valuta di denominazione dei titoli, la tempistica di emissione, il tasso di interesse, la scadenza e il profilo di rimborso, la presenza di modalità di pre funding collegate al Loan Facility Agreement. I garanti devono comunque fissare

limiti e parametri in cui l'EFSF può muoversi nell'adottare le condizioni. La gestione della strategia di finanziamento alternativa che quindi si viene a creare, se autorizzata, dovrà essere delegata a una o più Debt Management Agencies di paesi Membri dell'area Euro o a qualunque altra agenzia approvata dai Garanti.

Per migliorare la qualità delle emissioni, l'accordo prevede che possano essere attivati meccanismi di credit enhancement: le Garanzie, e soprattutto la partecipazione di ogni garante in ragione del 120% della sua Adjusted Contribution Key; la riserva di cassa, utilizzata come scorta monetaria ed investita in strumenti di debito molto liquidi, utilizzata primariamente per ripagare i Garanti; ogni altro meccanismo purché approvato.

Nel caso in cui ci sia ritardo o fallimento nel pagamento da parte del debitore di una rata del prestito e quindi un ritardo e una diminuzione nei pagamenti del capitale e degli interessi sugli strumenti emessi, l'EFSF, secondo i meccanismi di mitigazione del rischio di credito, primariamente userà, pro rata, le Garanzie; se queste non bastino, potrà ricorrere al Cash Reserve o infine ai fondi garantiti dagli altri meccanismi di mitigazione.

Per quanto riguarda i meccanismi alternativi di credit enhancement, questi devono essere approvati all'unanimità dagli Stati Membri (comprese le loro modifiche), con l'obiettivo di mantenere la solvibilità dell'EFSF; tra i meccanismi alternativi, devono essere inclusi innanzitutto l'emissione di prestiti subordinati.

Tra i vari dispositivi, peculiare è la posizione delle Garanzie: la loro posizione prioritaria è legata soprattutto all'eventualità che i garanti non possano far fronte all'impegno preso. In questo caso infatti l'EFSF coprirà la perdita utilizzando la riserva di cassa, richiedendo poi al garante di ripagare la garanzia non onorata con un interesse pari all'Euribor a un mese più 500bp.

Inoltre per migliorare il livello di liquidità necessaria alla società, ogni stato membro dovrà cooperare affinché gli strumenti di finanziamento possano essere utilizzati come garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema.

Per minimizzare la possibilità di eventuali mismatch tra pagamento dei prestiti e delle obbligazioni, l'EFSF potrà anche possedere e utilizzare depositi bancari.

## 2.2.4. Il funzionamento dell'EFSF: le garanzie

Come abbiamo già accennato nel precedente paragrafo, le Garanzie agiscono primariamente nel riparto delle perdite. Nel caso in cui l'EFSF non riceva per intero il pagamento di una rata del prestito e da questo derivi una diminuzione nel pagamento del capitale e degli interessi degli strumenti emessi, la società dovrà informare immediatamente il chairman dello EWG, la Commissione, e ogni garante; questi dovranno anche essere messi al corrente della loro partecipazione alle perdite secondo l'accordo e dovranno versare il relativo ammontare entro due giorni lavorativi prima del pagamento della rata. Il meccanismo funziona anche nel caso sia l'EFSF a non poter pagare interessi o capitale. Se si dovessero verificare entrambe le fattispecie, è richiesta ai garanti di coprire solo una delle due perdite.

Per quanto riguarda i pagamenti, i Garanti non sono obbligati ad alcun tipo di indagine o conferma rispetto alle richieste, ne devono essere coinvolti nel vaglio della legalità dei documenti.

L'EFSF provvederà quindi a rimborsare ogni richiesta di Garanzia pagata e ad indennizzare ogni garante per perdite incorse nel rispetto delle garanzie prestate; le somme verranno prelevate dai fondi ricevuti dai debitori. In alternativa può essere trasferito al Garante una parte dei diritti e degli interessi dell'EFSF in un prestito corrispondente alla perdita del debitore e quindi alla Garanzia emessa. L'EFSF rimarrà servicer della parte ceduta.

Se un garante concede una garanzia o incorre in costi eccedenti la sua proporzione, dovrà essere rimborsato dagli altri garanti in proporzione alla loro partecipazione. Ognuna di questi indennizzi dovrà scontare un interesse pari all'Euribor a una mese più 500bp. I pagamenti sono fatti sotto forma di obbligazioni prorogabili.

La gestione tecnica dei calcoli di rate e interessi può essere fatta dall'EIB (o da altra agenzia approvata all'unanimità dai garanti), che dovrà inoltre notificare il tutto al debitore.

Nel caso in cui un garante si trovi in una situazione di difficoltà finanziaria e richieda un programma simile all'EFSF, potrà richiedere agli altri garanti di sospendere il suo impegno. I restanti garanti dovranno decidere sulla richiesta e, se questa sarà positiva, al soggetto

uscite non sarà più richiesto di emettere garanzie per altri programmi; quindi verranno aggiustate di conseguenza le percentuali dell'Adjusted Contribution Key.

Infine bisogna considerare i casi in cui vi sia rottura, cambiamento o rinuncia alle condizioni stabilite nel Loan Facility Agreement: in tutti questi casi, l'EFSF, una volta venuto a conoscenza della situazione, dovrà informare i Garanti, la Commissione e la Banca Centrale Europea e proporre una risoluzione, per poi applicare la decisione presa al riguardo.

### **2.2.5. Il funzionamento dell'EFSF: la governance**

La società deve avere un consiglio di direttivo composto da tanti componenti quanti sono i partecipanti all'EFSF. Ogni stato membro partecipante può presentare una candidatura come direttore, sottoposto all'approvazione degli altri stati membri; questi, sempre in assemblea, possono decidere anche sulla rimozione eventuale di uno dei soggetti scelti. Il board creato dovrà inoltre decidere sul suo rappresentante presso lo European Working Group. Alle riunioni del board dei direttori possono partecipare osservatori della Commissione e della Banca Centrale Europea, senza però diritto di voto. Nel caso in cui manchi un direttore, ogni stato membro dovrà assicurare che il suo rappresentante approvi come suo sostituto una persona proposta da quello stato membro che non ha direttore nominati sotto sua proposta.

Il funzionamento del meccanismo di voto riflette la partecipazione dello stato: il voto di ogni direttore è infatti commisurato ai fondi versati nel capitale dell'EFSF dello stato membro a cui appartiene.

Per quanto riguarda le maggioranze (nel caso di voto dei Garanti), l'accordo prescrive l'unanimità per:

- assegnazione di un Loan Facility Agreement, inclusa l'approvazione del Memorandum of Understanding;
- decisioni sul pagamento di un prestito, in particolare se le condizioni rispecchiano quelle decise dalla Commissione;

- ogni modifica dell'Accordo;
- ogni modifica dei Loan Facility Agreement per quanto riguarda il tasso di interesse, il profilo delle rate e il periodo di disponibilità dei fondi;
- tutti i termini legati al programma EFSF;
- ogni decisione sul termine di una garanzia;
- cambiamenti nella strategia di credit enhancement;
- decisioni sulla strategia di finanziamento e la possibilità di adottare Diversified Funding Strategy;
- aumento nell'ammontare delle garanzie.

La decisione dovrà essere presa da tutti i Garanti che hanno emesso garanzie o che sono disposti ad emetterle: nel caso degli Stepping Out Guarantors (garanti che hanno rinunciato all'emissione di ulteriori garanzie), questi potranno votare solamente per quei LFA per cui hanno emesso garanzie. Il quorum richiesto è dei 2/3 del totale delle garanzie.

Vengono prese invece a maggioranza dei garanti le decisioni su:

- esistenti Loan Facility Agreement che non sono specificate nell'elenco delle decisioni all'unanimità, come il caso di ristrutturazione e rinuncia;
- emissioni riguardo ad un programma EFSF già approvato a maggioranza;
- aspetti operativi relativi all'emissione di debito;
- dettagli riguardo l'applicazione di strategie alternative di finanziamento;
- dettagli sull'applicazione di ulteriori meccanismi di mitigazione del credito.

Esistono inoltre decisioni che devono essere prese ad unanimità da tutti gli stati membri:

- aumento del capitale disponibile;
- aumento degli obblighi a sottoscrivere;
- riduzioni del capitale;
- dividendi;
- ruolo di CEO dell'EFSF;
- approvazione del bilancio;
- prolungamento della durata della società;



- liquidazione della società;
- cambiamenti negli articoli del trattato;
- approvazione del MoU;
- ogni materia non specificata nelle altre liste.

Le assemblee dei garanti e dell'EFSF avvengono durante le riunioni dell'Eurogruppo, con la possibilità di delegare la possibilità di decidere allo EWG. Il responso deve essere comunicato per iscritto al presidente dello European Working Group. Le decisioni vanno comunque prese prima possibile, in ragione delle necessità di urgenza della questione.

Ogni direttore dell'EFSF viene indennizzato dal governo dello stato a cui appartiene secondo la legge nazionale.

### **2.2.6. Il funzionamento dell'EFSF: liquidazione e altri elementi amministrativi**

L'EFSF, come abbiamo già sottolineato, ha una sua data di scadenza: entro il 30 Giugno 2013, nel caso in cui non ci siano prestiti ancora attivi e strumenti di finanziamento da rimborsare, gli stati membri si impegnano a liquidare l'EFSF secondo gli articoli dell'accordo nelle modalità decise in un meeting tra i partecipanti.

Nell'eventualità si verifichi un surplus, derivante da eventuali guadagni sugli strumenti di funding, questo dovrà essere diviso pro rata tra i partecipanti secondo la loro partecipazione al capitale dell'EFSF.

Per quanto riguarda l'operatività, alla società è data la possibilità di nominare l'EIB (o altro organismo approvato all'unanimità dagli Stati Membri) per:

- gestire il ricevimento dei fondi dagli investitori conseguenti l'emissione di obbligazioni, la gestione e la trasmissione di queste somme ai debitori, l'applicazione del pagamento rateizzato e il rimborso delle garanzie;
- gestire i servizi di tesoreria collegati;

- provvedere ai servizi legali, ai servizi contabili, alle risorse umane, internal audit e ogni altro servizio richiesto in outsourcing.

Viene invece delegato alla Banca Centrale Europea il servizio di pagamento vero e proprio, oltre al mantenimento del conto bancario e del conto titoli. Se invece vengono utilizzati strategie di finanziamento alternative, l'EFSF può delegare la gestione a una o più debt management agencies, istituzioni europee o istituzioni finanziarie approvate all'unanimità dei garanti. In generale, la società può dare in outsourcing ogni attività che porti a un risparmio in termini di costi.

La gestione dei costi operativi viene pagata dall'EFSF oltre le sue risorse e i suoi ricavi, mentre qualunque commissione legata al finanziamento dovrà essere addebitata al debitore. L'EFSF dovrà rispondere agli stati membri e ai garanti su richieste e obbligazioni da pagare o non saldate.

Le somme degli stati membri sono somme considerate vincolate: per un periodo di 10 anni dal momento in cui vengono assegnate, non possono essere trasferite ad altro shareholder senza il consenso unanime di tutti i partecipanti all'EFSF.

Per quanto riguarda l'entrata di un nuovo stato all'interno dell'Unione Monetaria, le parti devono permettere allo stato di accedere all'accordo, acquisendo tante partecipazioni nell'EFSF quanto sarà la sua Contribution Key. Se invece uno stato arrivi ad incorporare l'EFSF, dovrà prontamente riconoscere agli altri partecipanti le somme loro dovute.

Dal punto di vista legale, l'accordo è stato siglato sotto la giurisdizione della legge inglese; per la risoluzione di eventuali controversie, inizialmente le parti dovranno adire a sistemi di risoluzione extragiudiziale, poi per la Corte di Giustizia Europea o la Corte del Lussemburgo (per la risoluzione delle controversie tra Stati Membri).

### 2.3. Gli sviluppi futuri: lo European Stability Mechanism

L'effetto dirompente della crisi sulle economie europee ha dimostrato come serva una politica coordinata per quanto riguarda la stabilità macrofinanziaria e soluzioni definitive delle crisi. Per questo gli stati membri hanno deliberato la creazione di un organismo permanente di finanziamento dei paesi in crisi, che andrà a sostituire i programmi (temporanei) dell'EFSF e dell'EFSM.

Il 16 Dicembre 2010 il Consiglio Europeo ha varato le modifiche all'articolo 136<sup>3</sup> del Trattato, che permette l'intervento a favore degli Stati in difficoltà.

La struttura si basa sul principio utilizzato nell'EFSF: provvedere al finanziamento dei debiti sovrani tramite la raccolta di fondi sul mercato. A differenza del meccanismo temporaneo, l'ESM verrà creato come istituzione intergovernativa sotto la giurisdizione del diritto internazionale; inoltre sarà potenziata la sua operatività con una capacità di finanziamento fino a 500mld EUR e la previsione della partecipazione privata, secondo le politiche stabilite dal Fondo Monetario.

Il risultato sarà un framework di governance economica rinforzato, in cui più forte e rigorosa sarà la vigilanza: insieme ai meccanismi di intervento diretto, bisogna evidenziare la creazione di un'autorità garante del sistema a livello macro, come lo European Systemic Risk Board (ESRB), e tre nuove autorità garanti a livello micro, la European Banking Authority (EBA), la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) e lo European Securities and Markets Authority (ESMA).

Il programma verrà attivato non prima della metà del 2013, alla data di estinzione del programma che andrà a sostituire, l'EFSF.

---

<sup>3</sup> *Articolo 136*

1. Per contribuire al buon funzionamento dell'unione economica e monetaria e in conformità delle pertinenti disposizioni dei trattati, il Consiglio adotta, secondo la procedura pertinente tra quelle di cui agli articoli 121 e 126, con l'eccezione della procedura di cui all'articolo 126, paragrafo 14, misure concernenti gli Stati membri la cui moneta è l'euro, al fine di:

a) rafforzare il coordinamento e la sorveglianza della disciplina di bilancio;  
b) elaborare, per quanto li riguarda, gli orientamenti di politica economica vigilando affinché siano compatibili con quelli adottati per l'insieme dell'Unione, e garantirne la sorveglianza.

## 2.4.Fondamenti e problemi dei meccanismi di salvataggio

Le economie europee, le cui finanze sono state fortemente aggravate dalla crisi, presentavano già forti squilibri: i paesi dell'area euro, pur se vigilati dal Patto di Stabilità e Crescita, hanno seguito politiche finanziarie insostenibili. Davanti alla crisi greca e ai problemi di Irlanda e Portogallo, la paura è che altri paesi con economie fragili, come Spagna e Italia, possano conoscere problemi anche rilevanti.

La prima conseguenza per questi paesi è la difficoltà ad acquisire fondi a causa di un tasso di interesse troppo alto, che contribuisce a peggiorare anche la loro situazione debitoria. I programmi creati quindi si basano sull'idea che la solvibilità dell'Unione nel suo complesso sia migliore della singola parte, e permetta quindi la raccolta di denaro a costi più convenienti. Il problema sorge però nella "no bailout clause" prevista dall'art.125<sup>4</sup> del Trattato.

Davanti a questi presupposti hanno vinto le ragioni di stabilità del sistema: gli interessi dei privati nei paesi in crisi e la paura di un probabile contagio hanno prevalso sulle ragioni del Trattato.

I problemi sull'operatività dei programmi non mancano, soprattutto per quanto riguarda il rating dei titoli dell'EFSF. La bassa valutazione di alcuni paesi europei e la correlazione delle sorti dei paesi maggiormente indebitati rendono difficile mantenere il rating AAA per i titoli emessi.

---

<sup>4</sup> *Articolo 125*

(ex articolo 103 del TCE)

1. L'Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell'amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico.

**Tabella 3: Euro area credit ratings**

Country	Rating	Country	Rating
Austria	AAA	Italy	AA-
Belgium	AA+	Luxembourg	AAA
Cyprus	AA-	Malta	A+
Finland	AAA	Netherlands	AAA
France	AAA	Portugal	AA-
Germany	AAA	Slovakia	A+
Greece	BBB-	Slovenia	AA
Ireland	AA-	Spain	AA+

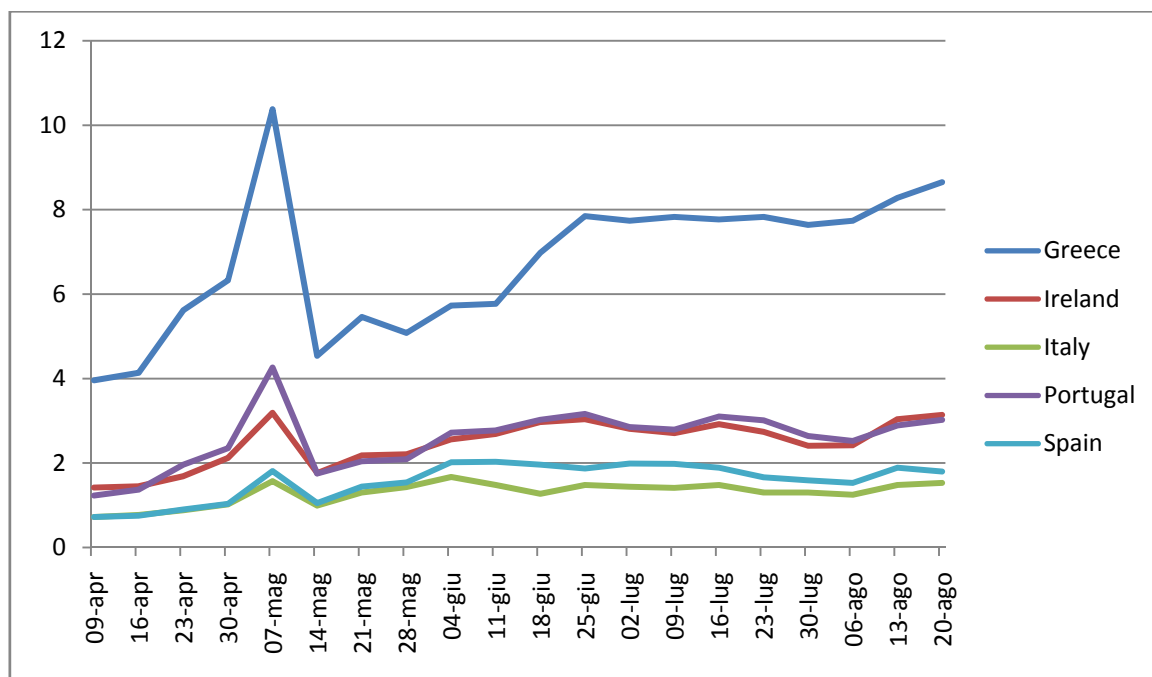
*Fonte: Fitch, long-term foreign and local currency Issuer Default Rating*

L'efficacia dei programmi finora ha deluso: come testimoniato in un paper del Directorate General For Internal Policies<sup>5</sup>, i differenziali tra i tassi delle obbligazioni a lungo termine dei paesi in difficoltà e i Bund tedeschi schizzano all'indomani della creazione del programma di salvataggio. L'analisi quindi ci porta a ritenere che questi interventi, che ricordiamo essere di carattere temporaneo, portino ad effetti di breve termine: questi però, nella loro immediatezza, hanno evitato che si verificassero fallimenti sovrani.

---

<sup>5</sup> Confonta Sibert, A. 2010.

Figura 1: Sovereign Interest Rate Differentials\*



\*10-year government bond spreads vs. Germany,

Fonte: Financial Times

## **Capitolo 3:**

### **Programmi di aiuto per gli squilibri Macro: Balance of Payment Assistance e Macro Financial Assistance to non-EU countries**

La Commissione Europea, come da mandato, ha l'obbligo di provvedere alla salvaguardia della stabilità economica dell'Unione; per adempiere a questo suo dovere, sono stati creati due piani specifici di intervento economico diretti a colmare eventuali squilibri nella Bilancia dei Pagamenti dei paesi non aderenti all'Euro in un caso, dei paesi sotto influenza, economica e politica dell'Unione, della Comunità nell'altro.

Entrambi i programmi, oltre ad avere eguale obiettivo, condividono anche modalità di funzionamento simili: in tutti e due i piani si parla infatti di prestiti o concessioni di medio – lungo termine, a completare eventuali programmi attivati nei confronti del paese dal Fondo Monetario Internazionale. Inoltre lo schema ricalca quello già osservato nel caso dell'EFSF e dell'EFSF (cfr 2.2 e 2.3): gli esborsi sono tutti dipendenti dalla firma, e dal rispetto da parte del beneficiario, di un Memorandum of Understanding, contenente le clausole di politica economica.

Storicamente, il primo a nascere è stato il Macro Financial Assistance to Non – EU countries (MFA): come osserveremo in seguito, a cambiare nel tempo sarà solo la distribuzione geografica degli aiuti, in relazione soprattutto alle vicende politiche dei paesi vicini al territorio europeo.

La BoP Assistance, nella configurazione che oggi conosciamo, nasce nel 2002, in risposta agli squilibri verificatesi nei paesi neoaderenti: il programma è stato inoltre oggetto di revisione nel 2009, in seguito agli effetti della crisi su alcuni paesi membri dell'Est Europeo.

Nel capitolo illustreremo il funzionamento dei due meccanismi, sottolineandone le differenze e le analogie, indicando inoltre quale è stato l'effetto dei finanziamenti sui paesi che ne hanno beneficiato, soprattutto nel caso della BoP assistance.

### 3.1. Balance of Payment Assistance

L'Unione Europea deve intervenire nel caso in cui un paese incontri difficoltà finanziarie o sia minacciata la sua stabilità economica (cfr 2.1), come specificato nel Trattato : nel caso in cui questi squilibri interessino la Bilancia dei Pagamenti e il paese in questione non sia membro dell'Euro, la Comunità provvederà ad attivare un programma di Balance of Payment Assistance.

Il piano di aiuti nasce quindi con presupposti molto simili a quelli recentemente utilizzati per la stabilizzazione della situazione dei debiti sovrani, prevedendo cioè finanziamenti a medio – lungo termine con l'obiettivo di stabilizzare la situazione macro e permettere al paese di poter tornare agilmente a raccogliere fondi direttamente sul mercato.

La BoP Assistance, a differenza dell'ESM, trova un suo fondamento legale nell'art. 143<sup>6</sup> del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea; insieme a questo, la Council Regulation n°

---

<sup>6</sup> *Articolo 143*

(ex articolo 119 del TCE)

1. In caso di difficoltà o di grave minaccia di difficoltà nella bilancia dei pagamenti di uno Stato membro con deroga, provocate sia da uno squilibrio globale della sua bilancia dei pagamenti, sia dal tipo di valuta di cui esso dispone, e capaci in particolare di compromettere il funzionamento del mercato interno o l'attuazione della politica commerciale comune, la Commissione procede senza indugio a un esame della situazione dello Stato in questione e dell'azione che questo ha intrapreso o può intraprendere conformemente alle disposizioni dei trattati, facendo appello a tutti i mezzi di cui esso dispone. La Commissione indica le misure di cui raccomanda l'adozione da parte dello Stato interessato.

Se l'azione intrapresa da uno Stato membro con deroga e le misure consigliate dalla Commissione non appaiono sufficienti ad appianare le difficoltà o minacce di difficoltà incontrate, la Commissione raccomanda al Consiglio, previa consultazione del comitato economico e finanziario, il concorso reciproco e i metodi del caso.

La Commissione tiene informato regolarmente il Consiglio della situazione e della sua evoluzione.

2. Il Consiglio accorda il concorso reciproco; stabilisce le direttive o decisioni fissandone le condizioni e modalità. Il concorso reciproco può assumere in particolare la forma di:

- a) un'azione concordata presso altre organizzazioni internazionali, alle quali gli Stati membri con deroga possono ricorrere;
- b) misure necessarie ad evitare deviazioni di traffico quando lo Stato membro con deroga che si trova in difficoltà mantenga o ristabilisca restrizioni quantitative nei confronti dei paesi terzi;
- c) concessione di crediti limitati da parte di altri Stati membri, con riserva del consenso di questi.

3. Quando il concorso reciproco raccomandato dalla Commissione non sia stato accordato dal Consiglio ovvero il concorso reciproco accordato e le misure adottate risultino insufficienti, la Commissione autorizza lo Stato membro con deroga che si trova in difficoltà ad adottare delle misure di salvaguardia di cui essa definisce le condizioni e le modalità.

Tale autorizzazione può essere revocata e le condizioni e modalità modificate dal Consiglio.



2002/332<sup>7</sup> istituisce in maniera ufficiale il programma, andando a sostituire la precedente Regulation 1969/88, e specifica l'ambito di applicazione degli aiuti ai paesi membri non appartenenti all'Euro.

L'attuale assetto del programma prevede un ammontare massimo di finanziamenti pari a 50mld EUR, dopo la ratifica degli aumenti del Dicembre 2008 e del Maggio 2009. Le nazioni che hanno beneficiato<sup>8</sup> della BoP Assistance sono stati tre: Ungheria, Lettonia e Romania. Nella tabella possiamo osservare l'ammontare, il periodo di disponibilità delle somme e un riassunto sintetico delle riforme richieste.

**Tabella 1 : Distribuzione dei piani di BoP Assistance**

Country	Total international financial assistance / of which EU financial assistance	Period covered by EU assistance	Status of the programme (as of June 2010)	Main areas of policy conditionality
<a href="#">Hungary</a>	€ 20.0 bn / € 6.5 bn	Until November 2010	Quasi-precautionary (the authorities decide on a case by case basis whether to draw)	Fiscal consolidation Fiscal governance reform Financial sector regulation and supervision reform Other structural reforms (mainly related to transport sector)
<a href="#">Latvia</a>	€ 7.5 bn / € 3.1 bn	Until January 2012	Active (disbursements continue), although part of bilateral funding will be treated as credit lines	Fiscal consolidation Fiscal governance reform Financial sector regulation and supervision reform

<sup>7</sup> COUNCIL REGULATION (EC) No 332/2002 of 18 February 2002

establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments

<sup>8</sup> Limitiamo la nostra analisi ai programmi che hanno applicato lo schema previsto nella Regulation 2002/332

				Structural reforms, business environment Absorption of EU funds
<a href="#">Romania</a>	€ 20.0 bn / € 5.0 bn	Until May 2012	Active (disbursements continue)	Fiscal consolidation Fiscal governance reform Reform of public wage system Pension reform Financial sector regulation and supervision reform Absorption of EU funds

*Fonte: Commissione Europea*

Infine bisogna ribadire che la prassi recente vede l'utilizzo accanto agli aiuti europei di programmi del Fondo Monetario e di altre istituzioni internazionali: si viene quindi a creare una sorta di framework di aiuti, coordinato dagli esperti dell'FMI.

### 3.1.1. Il funzionamento della BoP Assistance

Il paese membro che incontri difficoltà o minacce all'equilibrio della loro Bilancia dei Pagamenti deve indicarle alla Commissione, che attiverà l'assistenza finanziaria; in allegato alla richiesta il paese deve presentare un programma di aggiustamento, con l'obiettivo di ricreare le condizioni per l'equilibrio (o una posizione favorevole) della Bilancia dei Pagamenti.

La richiesta viene quindi inoltrata al Consiglio che, vista la decisione della Commissione, deve stabilire se concedere o no l'assistenza al paese richiedente. Nella risoluzione in cui

viene accordato il finanziamento, sulla base di quanto proposto dalla Commissione e del programma presentato dal paese, vengono stabiliti: i dettagli tecnici del finanziamento (forma; ammontare; durata media, di norma fissata in 5 anni; altre condizioni relative alle modalità di erogazione e di rimborso); le condizioni di politica economica collegate all'entrata nel programma di assistenza, che quindi si conforma come intervento a medio – lungo termine.

Sulla base della decisione del Consiglio, la Commissione e lo Stato Membro firmano un Memorandum of Understanding e un Loan Agreement; il MoU conterrà le condizioni imposte dalla Comunità e dal Fondo Monetario (nel caso sia attivo un programma di supporto dell'ente), da monitorare per poter permettere il pagamento delle rate; il LA invece indicherà tutte le condizioni tecniche effettivamente applicate al finanziamento.

Le manovre economiche normalmente imposte, come si può osservare già dalla tabella dei piani realizzati, includono un ampio campo di interventi: consolidamento fiscale, manovre di governo (per esempio, riforma della tasse), misure di stabilizzazione del settore finanziario (come una riforma del settore bancario), riforme strutturali per promuovere la crescita.

Una volta siglato il MoU e il Loan Agreement, inizia la raccolta dei fondi sul mercato. La controparte dei bond emessi in questo caso non sarà lo stato che richiede supporto, ma l'Unione Europea: questo permette di raccogliere denaro a tassi più favorevoli, visto il rating massimo assegnato dalle maggiori agenzie all'Unione. Raccolte le somme, inizia il pagamento in tranches dell'ammontare deliberato dal Consiglio; il flusso dei pagamenti è comunque soggetto al rispetto delle condizioni di politica economica da parte del paese beneficiario: per questo ad intervalli regolari viene verificata la compatibilità dei cambiamenti in atto con quelli stabiliti. Nel caso in cui vi siano cambiamenti nelle condizioni economiche e ambientali, le clausole del Memorandum of Understanding e del Loan Agreement possono essere modificate.

Il funzionamento della Balance of Payment Assistance, come appare chiaro in questo paragrafo, ha una struttura simile a quella dell'EFSF: come abbiamo già avuto modo di sottolineare nel capitolo 2, i legislatori europei, visto il successo dei piani di assistenza alla bilancia dei pagamenti, hanno deliberatamente scelto di adottare lo stesso schema, che verrà riproposto nei suoi principi cardine anche per lo European Stabilisation Mechanism.

### 3.1.2.L'efficacia della BoP Assistance

Così Joaquin Almunia, Commissario Europeo per gli Affari Economici e Monetari, nel 2010 commentava sulla efficacia della Balance of Payment Assistance :

*"This shows that the EU solidarity mechanisms exist and can be made ever more powerful at short notice to the benefit of its most vulnerable members. Thanks to the balance-of-payments assistance facility that is already being used for three countries, the considerable transfers under the powerful EU structural funds and other financial instruments and institutions, our Member States should be able to withstand the pressures brought about by the economic crisis provided they contribute with stable and sound macro-economic policies,"*

Nel momento in cui parla il Commissario, il piano contenuto nella Regulation 2002/332 era attivo solo da Ungheria e Lettonia, mentre era stata appena ratificata la decisione sul piano da applicare alla Romania (la cui erogazione sarà effettiva solo nei primi mesi del 2011).

Il funzionamento del meccanismo è, soprattutto nel caso dell'Ungheria, affiancato da un programma di supporto del Fondo Monetario, che coordina quindi anche l'intervento europeo. Nel prossimo capitolo tratteremo più in particolare il caso della Romania: il paese ha infatti beneficiato di una linea di credito di 20 mld EUR, le cui condizioni sono state più volte modificate per far fronte ai cambiamenti dell'ambiente economico europeo, ancora fortemente scosso dalla crisi.

### 3.2.Macro Financial Assistance to non – EU countries

Pur condividendo lo scopo ultimo della BoP Assistance (supporto finanziario nel caso di squilibri nella Bilancia dei Pagamenti), la MFA se ne distanzia, soprattutto nelle modalità tecniche e nei beneficiari. Il piano, come si può già osservare dalla denominazione, comprende tutti gli aiuti prestati a paesi terzi rispetto alla Comunità, accomunati dalla

vicinanza geografica e soprattutto dal forte legame economico con l'Unione Europea. L'eterogeneità dei paesi partecipanti al programma allarga la considerazione degli obiettivi: oltre quindi alla stabilizzazione della situazione finanziaria, possiamo considerare nel novero il supporto ai processi di riforme politiche ed economiche e la transizione verso economie di mercato.

La scelta sulla concessione di MFA è legata allo studio caso per caso della situazione del paese che ne fa richiesta: per questo non possiamo quantificare un ammontare dedicato al programma, in quanto l'esborso è legato alle decisioni prese.

Il programma nasce dalla scelta comunitaria di estendere il supporto alla Bilancia dei Pagamenti a paesi non appartenenti all'Unione del 1990: da quel momento in poi sono stati attivati 55 MFA per un totale di 7.4 mld EUR, di cui hanno beneficiato 23 nazioni. Inizialmente i finanziamenti sono stati geograficamente concentrati sulle cosiddette nazioni CEEC (Central and Eastern European Countries) e sulle nazioni creatasi dalla dissoluzione della Repubblica di Jugoslavia.

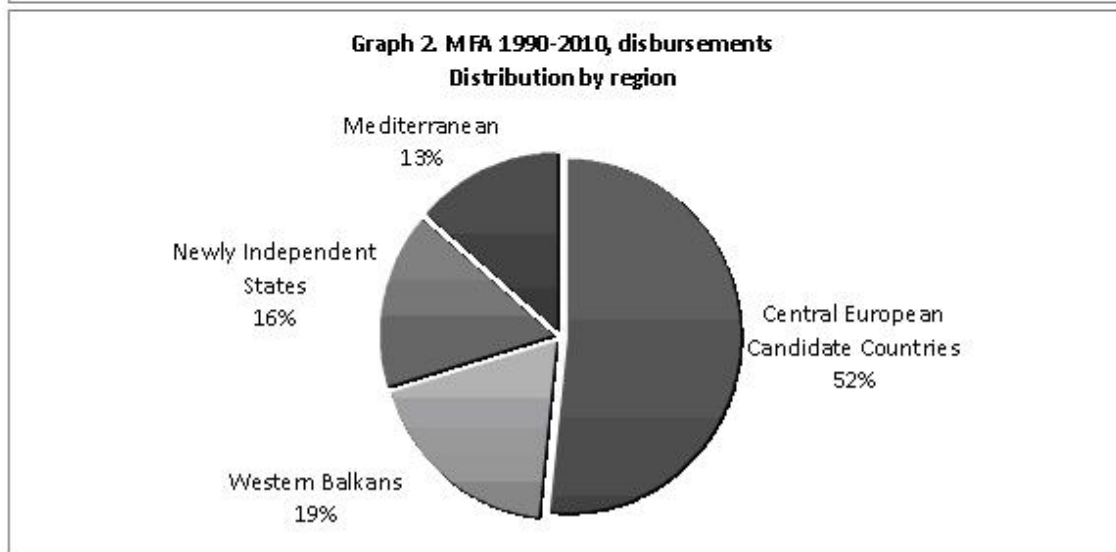
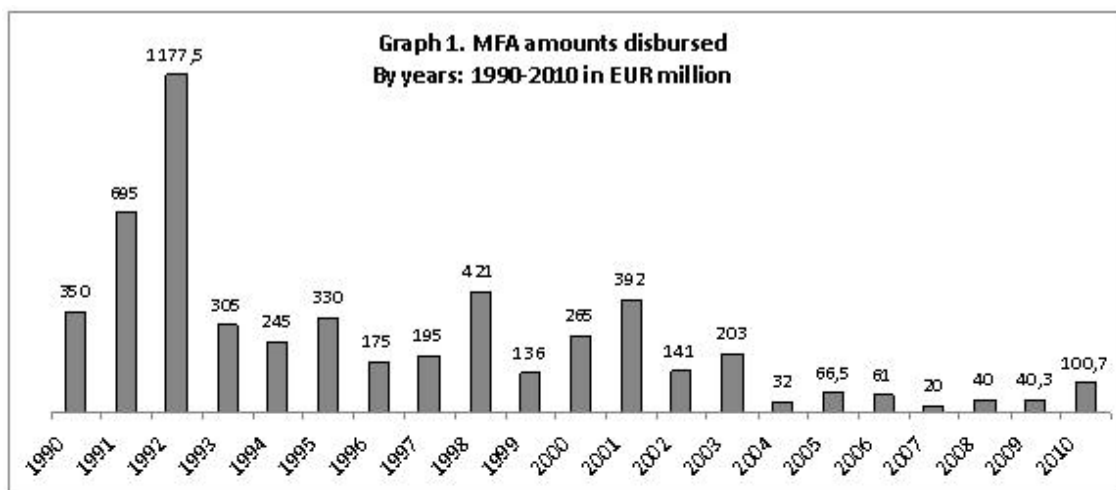
Il funzionamento del meccanismo di assistenza ricalca il modus operandi che abbiamo già osservato per la BoP Assistance e l'EFSM: il finanziamento viene erogato solo dopo la firma di un Memorandum of Understanding, e quindi l'accettazione da parte dello stato beneficiario di una serie di condizioni di politica economica e fiscale a cui deve adempiere per ottenere i fondi. Anche sotto il profilo tecnico traspare l'omogeneità con le altre procedure: il supporto viene erogato sotto forma di prestito o concessione, con orizzonte di medio – lungo termine. Inoltre è prassi che l'utilizzo dell'MFA sia coordinato con programmi di riforma pianificati dal Fondo Monetario Internazionale e piani elaborati dalla Banca Mondiale; in questi casi viene redatto un Action Plan, contenente tutti i dettagli e le condizioni imposte al paese. Decisamente diversa è la modalità di utilizzo dei fondi: una volta che le cifre vengono depositate presso la Banca Centrale del paese beneficiario, sta al paese stesso la decisione sull'utilizzo dei fondi, fermo restando l'obbligo di rispettare tutte le condizioni accettate con la firma del MoU.

La rapidità dell'intervento è fondamentale nei casi coperti dall'MFA. Alla luce soprattutto dei cambiamenti apportati dal Trattato di Lisbona, in seno alla Comunità è stata proposta, nel Luglio 2011, una Framework Regulation, che possa velocizzare soprattutto il processo decisionale: si è prospettata la possibilità di dare mandato alla Commissione, sotto

supervisione di un comitato di rappresentanti degli Stati Membri, di decidere sull'erogazione, come per gli altri strumenti di finanziamento esterno dell'Unione. Un cambiamento del genere permetterebbe sicuramente un intervento più repentino, soprattutto davanti a situazioni di grave squilibrio nel breve termine.

Attualmente, la MFA agisce in zone geograficamente ben definite: i paesi infatti sono tutti candidati o potenziali candidati all'ingresso nell'Unione, oltre a tutte le nazioni comprese nello European Neighbourhood Policy. La maggior parte degli aiuti ora sono concentrati sui paesi balcanici (Albania, Bosnia, Serbia, Montenegro), seguiti dai paesi della dissolta Unione Sovietica ed i paesi Caucasic; troviamo infine i paesi del Mediterraneo, il cui finanziamento è più lieve anche a causa della presenza del supporto dell'ENPI

**Grafici 1-2: Distribuzione dei piani di MFA**



*Fonte: Commissione Europea*

Dai due grafici possiamo analizzare la portata e la distribuzione degli aiuti.

Nel Grafico 1 osserviamo il totale degli esborsi per anno: la nostra attenzione si deve soffermare sugli anni immediatamente successivi alla Caduta del muro di Berlino in cui è stata forte la presenza dell'Unione nel processo di passaggio nei vari paesi CEEC ad un'economia di mercato.

Nel grafico 2 invece possiamo osservare la distribuzione geografica dei finanziamenti: sottolineiamo quindi ancora l'importanza data ai paesi CEEC, seguiti dalla forte presenza della ragione dei Balcani e infine degli stati del CSI e degli stati mediterranei.

Nel prossimo capitolo tratteremo in particolare i programmi attivati nel 2009, che ben esemplificano i grafici che abbiamo analizzato. Secondo il Working Document redatto dalla Commissione, i piani hanno interessato l'area dei Balcani occidentali (Bosnia, Kosovo e Serbia), delle Eastern Neighbourhood Countries (Armenia, Georgia e Ucraina) e dei Paesi Mediterranei (Libano); l'attenzione sarà concentrata sui piani concordati con i paesi dell'ex Jugoslavia.

## **Capitolo 4:**

### **L'applicazione dei meccanismi di intervento: i casi Irlanda, Romania e paesi SEE 5**

Nei precedenti capitoli abbiamo illustrato quali sono i meccanismi alla base dei programmi di supporto elaborati dall'Unione Europea: in questo capitolo andiamo ad analizzare, tramite casi concreti, come vengono sviluppati ed erogati gli aiuti nelle varie fattispecie.

Come abbiamo già avuto modo di sottolineare precedentemente, il quadro economico europeo tra il 2009 e il 2011 appare critico, dominato da turbamenti soprattutto per quanto riguarda gli indicatori macro (nelle fattispecie che trattiamo, il debito pubblico e l'equilibrio della Bilancia dei Pagamenti). I tre casi che andremo a trattare sono esempi di come l'intervento europeo abbia permesso un lento percorso verso una situazione più stabile e in linea con quelli che sono gli obiettivi e le fondamenta della Comunità Europea.

Per l'EFSF e l'EFSM, vedremo il piano di aiuti varato per l'Irlanda. Il programma ha rappresentato il primo utilizzo sistematico dei due fondi: prima del paese celtico troviamo solo il piano di aiuti varato per la Grecia, che esula da questo contesto in quanto piano creato ad hoc dalla Commissione, vista la situazione di particolare gravità del paese ellenico. Il programma irlandese invece rappresenta un caso scolastico di applicazione: illustreremo il contesto in cui nasce la richiesta di fondi (perfettamente in linea con gli obiettivi di aiuto europei), le decisioni prese in Consiglio e in Commissione riguardo le misure da applicare, analizzando quindi le raccomandazioni del Consiglio e il MoU, e infine vedremo l'esito delle prime due revisioni.

Nel caso della Balance of Payment Assistance analizzeremo il caso Romania: la sua particolarità sta nell'essere stato modificato in fieri, visti gli effetti che ha avuto la crisi mondiale sugli indicatori macro romeni. Vedremo quindi oltre al MoU, anche l'emendamento agli accordi, il contesto che l'ha generato e il nuovo piano precauzionale.

Per quanto riguarda i piani di Macro Financial Assistance to non – Eu countries, l'esempio che proporremo riguarda gli aiuti prestati verso alcuni dei cosiddetti paesi SEE5 (comprendenti Albania, Bosnia ed Erzegovina, Croazia, Macedonia, Serbia e ora anche



Kosovo). L'analisi che faremo riguarda però solo i paesi inseriti nell'ultimo programma del 2009: Bosnia, Kosovo e Serbia.

#### **4.1.L'applicazione dell'EFSF e dell'EFSM: il caso Irlanda**

Il 28 Novembre 2010, in seguito alla richiesta avanzata dall'Irlanda, una commissione congiunta di esperti della Commissione Europea, della Banca Centrale Europea e del Fondo Monetario Internazionale ha raggiunto un accordo con le autorità irlandesi su un pacchetto di manovre per il periodo 2010 – 2013 per poter accedere a finanziamenti per 85mld EUR totali. Al finanziamento, oltre al contributo della Commissione Europea e dell'IMF, partecipano, tramite accordi bilaterali, il Regno Unito, la Svezia e la Danimarca, oltre allo stesso Tesoro irlandese con l'utilizzo del fondo cassa del ministero.

La richiesta è figlia di un peggioramento repentino e marcato del contesto economico del paese, soprattutto dovuto a un impatto particolarmente forte della crisi dei mutui statunitensi. Le misure varate inizialmente dalle autorità puntavano a rafforzare e preservare il settore bancario, fortemente colpito e in piena crisi di fiducia. Lo sforzo però è stato inadeguato, peggiorando in più la situazione delle finanze pubbliche, già gravate dal peggioramento dei tassi sul mercato. Visto soprattutto questo ultimo aspetto, le autorità irlandesi sono state costrette a ricorrere all'aiuto finanziario esterno per evitare conseguenze più gravi, fino al default.

Sulla scorta dei problemi che abbiamo visto, i finanziamenti riguarderanno:

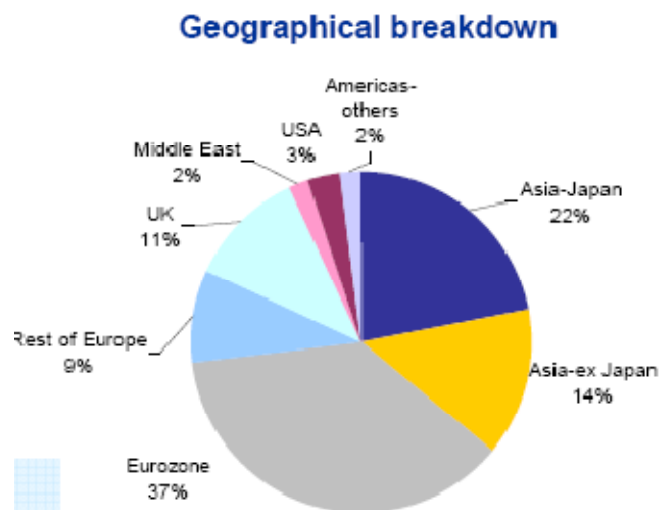
- un immediato rafforzamento del settore bancario (manovra da 35mld EUR);
- aggiustamenti di carattere fiscale per ricreare la sostenibilità fiscale, con l'obiettivo di azzerare l'eccesso del deficit entro il 2015 (manovra da 50mld EUR)
- in generale, tramite le condizioni previste dagli accordi, riportare l'economia verso la crescita.

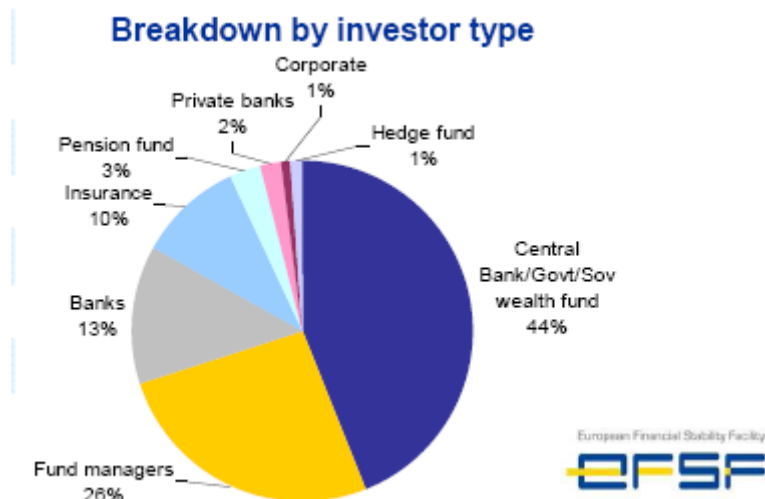
Dal punto di vista tecnico, l'esborso degli 85mld è stato diviso tra le autorità che abbiamo sopra elencato con questo schema:

- 17,5mld EUR verranno erogati dal Tesoro irlandese;
- 67,5mld arriveranno tramite finanziamento esterno, grazie ai programmi dell'IMF (per 22,5mld), dell'EFSM (per 8,4mld fino a Marzo 2011), dell'EFSF (per un totale di 17,7mld) e dagli accordi bilaterali con Regno Unito, Svezia e Danimarca (4,8mld).

Per quanto riguarda i finanziamenti erogati tramite programmi europei, ci concentreremo sull'EFSF e sull'EFSM. L'emissione inaugurale dello European Financial Stability Facility, il 25 Gennaio 2011, può essere considerata un successo: sono stati raggiunti ordini per 44,5mld EUR da più di 500 investitori. Dal punto di vista tecnico, questa prima emissione ha avuto ad oggetto titoli con maturity 2016 per 5mld EUR, di cui 3,6mld sono stati trasferiti nelle casse irlandesi. Nei grafici possiamo osservare la composizione degli investitori.

**Grafico 1-2: Composizione degli investitori**





Fonte: EFSF

#### 4.1.1. Le raccomandazioni del Consiglio

Il Consiglio inizia la sua analisi della situazione irlandese vagliando il retroterra legislativo degli aiuti: l'art.126<sup>9</sup> del trattato sul funzionamento dell'Unione Europea e soprattutto la

---

<sup>9</sup> *Articolo 126*

(ex articolo 104 del TCE)

1. Gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi.

2. La Commissione sorveglia l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri, al fine di individuare errori rilevanti. In particolare esamina la conformità alla disciplina di bilancio sulla base dei due criteri seguenti: a) se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che: — il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento, — oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento; b) se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato. I valori di riferimento sono specificati nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato ai trattati. 3. Se uno Stato membro non rispetta i requisiti previsti da uno o entrambi i criteri menzionati, la Commissione prepara una relazione. La relazione della Commissione tiene conto anche dell'eventuale differenza tra il disavanzo pubblico e la spesa pubblica per gli investimenti e tiene conto di tutti gli altri fattori significativi, compresa la posizione economica e di bilancio a medio termine dello Stato membro. La Commissione può inoltre preparare una relazione se ritiene che in un determinato Stato membro, malgrado i criteri siano rispettati, sussista il rischio di un disavanzo eccessivo. 4. Il comitato economico e finanziario formula un parere in merito alla

versione riformata (nel 2005) del Patto di Stabilità e Crescita, che ha precisamente l'obiettivo di assicurare la sostenibilità delle finanze nel lungo periodo.

In questo contesto viene richiamata la procedura di infrazione per deficit eccessivo avviata contro l'Irlanda il 27 Aprile 2009: nelle raccomandazioni era stato fissato il rientro nei termini del PSC entro il 2013. Alla prima revisione, il Consiglio ha concluso che gli sforzi irlandesi sono stati in linea con le richieste europee, ma inaspettati eventi economici avversi avevano colpito l'economia del paese celtico; per questo al paese occorreva un finanziamento esterno.

Le decisioni del Consiglio del 2009 sono state prese sulla base di rilevazioni statistiche riguardanti i più importanti indicatori macro. Le previsioni sul PIL reale vedevano un rallentamento dell'1,4% nel 2010, seguito da un rialzo del 2,6% nel 2011; lo studio del 2010 ha cambiato le aspettative, limitando il rallentamento allo 0,2% nell'anno di analisi, ma peggiorando i valori per gli anni futuri con cali dello 0,9% nel 2011 e 1,9% nel 2012. L'aggravamento della situazione del paese è dovuto a l'impatto della crisi, maggiore di quanto ci si aspettasse: oltre a diminuire la fiducia su un eventuale ritorno alla crescita, la crisi, come abbiamo già osservato, ha intaccato il settore bancario e finanziario,

---

relazione della Commissione. 5. La Commissione, se ritiene che in uno Stato membro esista o possa determinarsi in futuro un disavanzo eccessivo, trasmette un parere allo Stato membro interessato e ne informa il Consiglio. 6. Il Consiglio, su proposta della Commissione e considerate le osservazioni che lo Stato membro interessato ritenga di formulare, decide, dopo una valutazione globale, se esiste un disavanzo eccessivo. 7. Se, ai sensi del paragrafo 6, decide che esiste un disavanzo eccessivo, il Consiglio adotta senza indebito ritardo, su raccomandazione della Commissione, le raccomandazioni allo Stato membro in questione al fine di far cessare tale situazione entro un determinato periodo. Fatto salvo il disposto del paragrafo 8, dette raccomandazioni non sono rese pubbliche. 8. Il Consiglio, qualora determini che nel periodo prestabilito non sia stato dato seguito effettivo alle sue raccomandazioni, può rendere pubbliche dette raccomandazioni. 9. Qualora uno Stato membro persista nel disattendere le raccomandazioni del Consiglio, quest'ultimo può decidere di intimare allo Stato membro di prendere, entro un termine stabilito, le misure volte alla riduzione del disavanzo che il Consiglio ritiene necessaria per correggere la situazione. In tal caso il Consiglio può chiedere allo Stato membro in questione di presentare relazioni secondo un calendario preciso, al fine di esaminare gli sforzi compiuti da detto Stato membro per rimediare alla situazione. 10. I diritti di esperire le azioni di cui agli articoli 258 e 259 non possono essere esercitati nel quadro dei paragrafi da 1 a 9 del presente articolo. 11. Fintantoché uno Stato membro non ottempera ad una decisione presa in conformità del paragrafo 9, il Consiglio può decidere di applicare o, a seconda dei casi, di rafforzare una o più delle seguenti misure: — chiedere che lo Stato membro interessato pubblichi informazioni supplementari, che saranno specificate dal Consiglio, prima dell'emissione di obbligazioni o altri titoli, — invitare la Banca europea per gli investimenti a riconsiderare la sua politica di prestiti verso lo Stato membro in questione, — richiedere che lo Stato membro in questione costituisca un deposito infruttifero di importo adeguato presso l'Unione, fino a quando, a parere del Consiglio, il disavanzo eccessivo non sia stato corretto, — infliggere ammende di entità adeguata. Il presidente del Consiglio informa il Parlamento europeo delle decisioni adottate.

costringendo le autorità ad un intervento che ha distratto buona parte dei fondi di bilancio. Di conseguenza, la situazione fiscale dell'Irlanda è notevolmente peggiorata, anche in più delle attese: il deficit principale è previsto al 32,3% del PIL nel 2010. Per capire quanto sia stato ampio lo sforzo a favore delle banche, il deficit senza la manovra sarebbe del 12,5% del PIL: livello sicuramente peggiore di quello previsto dal piano di rientro del PSC pari al 10,6%, ma sicuramente migliore del 14,7% previsto nel caso in cui non si fosse intervenuti.

Nuove proiezioni rivedono la crescita futura dell'economia reale irlandese, con tassi decisamente più bassi comparati con il periodo di boom pre – crisi: le attuali previsioni prevedono un aumento del 2,5% del PIL nel 2013 e del 3% nel 2014 e nel 2015, in linea con il piano di rientro nei parametri del PSC. Per fare questo però il governo celtico richiederà un aumento strutturale di bilancio nell'ordine del 9,5% nel periodo 2011 – 2015.

Analizzando i dati che abbiamo illustrato, il Consiglio ha riconosciuto la presenza di eventi avversi le cui conseguenze non hanno permesso di raggiungere gli obiettivi fissati nella Raccomandazione ex art. 126; nel documento del 13 Luglio 2011 ha inoltre riconosciuto che l'Irlanda ha compiuto notevoli sforzi per correggere il deficit eccessivo, ma il livello di partenza dell'indicatore e la spesa per interessi più alta del previsto hanno reso il raggiungimento del livello richiesto non fattibile.

Il quadro macroeconomico irlandese si conclude con l'analisi della dinamica del debito pubblico: dal 25% del PIL del 2005 si è raggiunto il 65,5% del PIL nel 2009, oltre il limite del 60% previsto nel Trattato. Le aspettative per il 2010 prevedono l'aumento fino al 97,4% del PIL per il 2010: la crescita viene imputata al persistente e alto disavanzo primario, oltre all'impatto del piano di salvataggio del settore bancario, con un peso del 22,5% in due anni. L'obiettivo di deficit del PSC potrà essere raggiunto entro il 2015, come da accordi, solo se questa dinamica si stabilizzerà entro il 2013, per poi cominciare a decrescere.

L'analisi del Consiglio si sofferma inoltre sulla valutazione del National Recovery Plan 2011-2014, varato dalle autorità irlandesi nel Novembre 2010. Nel piano vengono previste dettagliate misure di consolidamento fiscale, atte a diminuire il debito pubblico tramite la riduzione del deficit nei parametri europei. Lo sforzo viene pianificato in 15mld EUR (il doppio di quanto previsto nel programma di stabilizzazione europeo del 2009) comprendenti: aggiustamenti sul lato delle spese; riforme strutturali; revisione del settore finanziario per ricreare fiducia nelle istituzioni, razionalizzando gli operatori attivi, isolando

le parti negative e ritornando ad una funzionalità il più possibile sana. Lo sforzo comunque deve essere indirizzato nel riconoscimento delle criticità presenti nel framework di bilancio, in modo da assicurare il rafforzamento della credibilità a medio termine del NRP: per far questo, l'Irlanda dovrà adottare regole fiscali che prevedano l'utilizzo di eventuali entrate straordinarie per ridurre il debito; dovrà inoltre creare una legge di "responsabilità fiscale", che preveda la copertura preventiva delle spese, e un organo deputato al controllo delle regole di bilancio.

Sulla base delle considerazioni finora illustrate, il Consiglio riconosce che il peggioramento della situazione economica è dovuto alla crisi, e raccomanda l'adozione di misure in modo da rispettare questi livelli di deficit (si considerano sempre proiezioni): 10,6% del PIL nel 2011; 8,6% nel 2012; 7,5% nel 2013; 5,1% nel 2014 e 2,9% nel 2015. I limiti fissati non devono comprendere eventuali ulteriori interventi nel potenziamento del settore bancario, che saranno presenti nel Memorandum of Understanding. Inoltre il Consiglio prevede che le autorità irlandesi siano pronte ad adottare misure aggiuntive per raggiungere l'obiettivo del 3% del rapporto deficit PIL entro il 2015; in linea con l'obiettivo, si ribadisce la possibilità di aumentare strutturalmente il bilancio del 6,5% del PIL nel periodo 2011-2015.

Rimanendo sempre nell'ambito di applicazione del PSC, le Autorità Europee prevedono la velocizzazione del processo di riduzione del debito sotto il livello del 60% del PIL.

Perché il processo di aggiustamento non incontri alcun tipo di rischio, le raccomandazioni del Consiglio sottolineano il bisogno di una legge di "responsabilità fiscale" e di un'autorità ad hoc per il controllo del bilancio, oltre a una riforma del sistema di sicurezza sociale, che ridurrebbe il rischio di problemi nella sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche.

La decisione del Consiglio si conclude con l'obbligo da parte delle autorità irlandesi di fornire tutte le informazioni necessarie a testimoniare i progressi fatti e l'apertura a politiche ulteriori oltre a quelle specificate negli accordi.

## 4.1.2. Memorandum of Economic and Financial Policies

I documenti riguardanti le politiche che le autorità irlandesi devono adottare per poter usufruire dei finanziamenti europei sono molteplici, tutti siglati nel Dicembre 2010: il Memorandum of Economics and Financial Policies, contenente le specifiche politiche economiche decise in accordo con la Commissione; il Memorandum of Understanding, in cui ci si sofferma sulla progressione temporale con cui dovranno essere prese le politiche; il Technical Memorandum of Understanding, che invece contiene gli obiettivi quantitativi e finanziari da raggiungere. Nella nostra trattazione cominciamo ad analizzare il primo documento.

La Commissione riconosce che l'Irlanda abbia bisogno rapidamente di un programma di aiuti, che ricrei la fiducia esterna ed interna e spezzi la pericolosa spirale tra crisi di crescita, crisi fiscale e finanziaria. I punti chiave su cui si focalizzerà l'attenzione del programma sono quattro: ridimensionamento e riorganizzazione del settore bancario, consolidamento del sistema fiscale, prolungare la crescita tramite un programma di investimenti; finanziamento esterno per raggiungere tutti gli obiettivi prefissati. Cominciamo ora dal considerare un quadro della situazione di partenza dell'Irlanda, per poi descrivere le operazioni che le autorità dovranno mettere in pratica.

Dopo due anni di brusco calo nel prodotto, ci si aspetta una stabilizzazione nel 2010, e si prevede un rialzo nel periodo 2011-2014; ripagati gli squilibri rimasti degli anni del boom, la ripresa sarà inizialmente export driven, seguita da un aumento degli investimenti, dei consumi e soprattutto delle condizioni del mercato del lavoro. Una politica del genere comporta rischi soprattutto nel breve termine, legati agli svantaggi del consolidamento fiscale sulla domanda domestica, che possono risultare maggiori di quelli previsti. L'inflazione rimarrà bassa, riflettendo il grande output gap e la modesta pressione esterna sul livello dei prezzi; un quadro del genere aiuterà la competitività, ma peggiorerà il peso del debito e raffredderà la domanda domestica. Infine il saldo delle partite correnti continuerà a crescere gradualmente nel medio termine, guidato dall'aumento dell'export e dalla contrazione dei consumi domestici. I progressi potrebbero inoltre essere limitati dal rimpatrio dei profitti delle multinazionali estere e dal pagamento degli interessi ai titolari stranieri di debito irlandese.

L'elenco delle politiche inizia dalle misure da attuare nel campo finanziario, il più duramente colpito dalla crisi. Il settore bancario appare quello più sotto stress, a causa della sua grande ampiezza in relazione all'economia, la sua troppa fiducia per la raccolta all'ingrosso e la sua larga esposizione sul mercato degli immobili. Per questo il Governo è intervenuto nel 2009, creando la National Asset Management Agency (NAMA), utilizzata per rilevare gli asset in perdita delle banche. Altri sforzi sono stati presi per contenere la caduta del settore, trainata da una diminuzione negli accessi al mercato e dei depositi: si è ricorso all'aiuto dell'Eurosistema, di linee di liquidità della Banca Centrale e a finanziamenti pubblici, che hanno aggravato la situazione del bilancio pubblico. Il programma previsto dalla Commissione vuole ripristinare la solvibilità e la salute del sistema finanziario irlandese: l'elemento chiave sta nel ridimensionamento del mercato, isolando le componenti non profittevoli e ritornando ad un funzionamento corretto del settore. Questo potrà essere fatto tramite iniezioni di capitale nelle aziende più produttive e misure di carattere strutturale per riportare il sistema a una forte stabilità, in modo che non debba più dipendere dal supporto statale.

Il piano prevede diversi elementi: alle banche viene imposta la vendita delle attività non core; dovranno essere venduti al NAMA tutti i mutui ipotecari non ancora trasferiti; gli istituti di credito dovranno vendere tutti gli asset assicurati, una volta normalizzato il mercato; infine dovrà essere presa una decisione definitiva sulla situazione di Anglo Irish Bank e di Irish Nationwide Building Society, in modo da proteggere i depositanti, da presentare entro fine Gennaio 2011 alla Commissione Europea e all'IMF.

Per raggiungere questi obiettivi, le banche devono presentare un programma di deleverage alle autorità entro Febbraio 2011; questi sono redatti sulla base di target periodici definiti dalla Banca Centrale, tenuto in considerazione il Prudential Liquidity Assessment Review (PLAR), che entro fine Marzo dovrà aver terminato l'accertamento sui piani stessi, da inserire poi come parte del complessivo piano di ristrutturazione da presentare alla Commissione.

Il processo di riorganizzazione e razionalizzazione del sistema deve però essere accompagnato dall'aumento degli standard di capitale: visto che dopo l'entrata in vigore del piano le banche saranno in grado di raccogliere autonomamente fondi dal mercato, nel breve termine si riconosce il bisogno di aiuti pubblici, secondo i dati che si raccoglieranno tramite gli stress test. Il primo passo prevede l'intervento della Banca Centrale che, per



rinforzare la fiducia nella solvibilità delle banche, guiderà Allied Irish Bank, Bank of Ireland e EBS a raggiungere il 12% del core tier 1 entro fine Febbraio 2011: per centrare l'obiettivo, occorrerà un'iniezione di capitale di 7mld EUR nelle quattro banche. Quindi, entro Dicembre 2011, dovranno essere definiti, con l'aiuto di EC, IMF e ECB, i criteri per lo stress test e i termini base per la due diligence sugli asset delle banche: i relativi controlli dovranno essere terminati entro fine Marzo 2011. Sui dati raccolti dai test, da fine Aprile 2011, agli istituti di credito viene richiesto di mantenere un core tier 1 del 10,5%, da comunicare trimestralmente alla Banca Centrale.

Dal punto di vista legislativo, viene richiesto al Governo irlandese di fortificare il framework regolamentare per quanto riguarda le crisi bancarie, in linea con gli sviluppi europei e le pratiche internazionali. In particolare, viene prevista una legge sulla nomina di manager speciali per gli istituti che versano in condizioni deteriorate, un maggiore potere alla Banca Centrale per trasferire attività ad altre istituzioni e un framework che permetta la creazione di prestiti ponte. La Commissione richiede che comunque continui lo sforzo di supervisione per assicurare il più alto livello di budget: in questo senso, l'Irlanda si impegna entro fine Settembre 2011 a creare un documento sull'uniformità della supervisione alle regole di Basilea. In più serve una riforma del regime di responsabilità individuale in caso di insolvenza, per bilanciare gli interessi di creditori e debitori: questo porterà a una diminuzione dei costi e un aumento della velocità e dell'efficienza del procedimento, diminuendo la possibilità di moral hazard.

Le autorità si impegnano a provvedere ad accertamenti per limitare ricadute economiche e sociali della crisi, tramite la centralizzazione dello schema amministrativo per assicurare una migliore focalizzazione degli sforzi su coloro che ne hanno più bisogno. Riguardo le cooperative di credito, la strategia è in tre parti: completare l'accertamento del portafoglio debiti; entro Aprile 2011, sviluppare una strategia per accrescere la solvibilità del settore; presentare un framework rafforzato al Parlamento entro Dicembre 2011.

Le autorità irlandesi devono quindi continuare gli sforzi per assicurare il flusso di credito secondo il piano NAMA, che dovrà essere esteso nel suo ambito di applicazione.

Passiamo ora ad elencare le politiche previste per la salvaguardia delle finanze pubbliche, che comprendono principalmente misure di consolidamento fiscale. Il Parlamento ha approvato il 24 Novembre 2010 il National Recovery Plan 2011-2014: base delle misure di

budget 2011, il piano contiene misure di potenziamento fiscale per 15mld EUR, pari al 9% del PIL corretto di bilancio nel periodo 2011-2014. Riuscendo a stabilizzare il deficit, sebbene ad un livello alto, il prossimo passo del programma sarà la diminuzione del rapporto deficit PIL. Nel budget 2011 sono previsti tagli per 6mld EUR, soprattutto dal lato della spesa. Ulteriore supplemento arriverà dal pacchetto di riforma delle tasse sul reddito, che porterà nelle casse dello stato più di 2mld EUR oltre quelli previsti dal NRP. Dagli ultimi dati raccolti, il 45% degli irlandesi sono risultati esenti dalle tasse e sono più che raddoppiati i crediti di imposta, così da diminuire sensibilmente il peso delle imposte sul bilancio pubblico: viene proposto un allargamento della base imponibile, diminuendo la banda della tassa sui redditi e sui crediti del 10%. Per raggiungere gli obiettivi prefissati, a livello fiscale sono stati identificati ulteriori interventi per il periodo 2012-2014: continuerà il contenimento delle spese, che farà risparmiare 6,1mld EUR; si mira a una riduzione delle dimensioni del settore pubblico e dei benefit sociali; si vuole creare un programma di spese fissate sui risparmi attesi. Ulteriori riforme prevedono il recupero completo del settore idrico, migliori investimenti in formazione, cambiamenti nel sistema pensionistico (che lo rendano sostenibile nel lungo termine per il bilancio dello Stato). Il mutamento più consistente dovrà interessare la legislazione riguardante il bilancio statale: questa, uniformandosi alle regole europee, dovrà prevedere una legge sulla “responsabilità fiscale”, che leghi le spese alle entrate, soprattutto nel medio termine.

La Commissione riconosce la centralità di interventi che puntino all’aumento della crescita potenziale: in quest’ottica, è fondamentale il contributo delle riforme strutturali, che puntino al recupero dell’economia in un orizzonte di medio lungo termine. Viene globalmente riconosciuta in Irlanda la presenza di un ambiente positivo per la crescita dei business: questo aiuta le autorità nell’implementazione delle manovre. Nel NRP infatti viene inclusa una strategia per rimuovere eventuali ostacoli alla competitività e alla creazione di posto di lavoro, insieme a misure apposite per settore, con l’obiettivo di incoraggiare le esportazioni e il recupero della domanda. Le autorità si impegnano inoltre ad implementare tutte le riforme richieste dal MoU, più in particolare: promuovere lo sviluppo del settore terziario, rimuovendo le restrizioni alla competizione; sulla base del report “Review Group on State Assets & Liabilities”, il Governo intraprenderà un accertamento sui settori dell’elettricità e del gas per migliorarne l’efficienza; ridurre la disoccupazione nel lungo termine e facilitare il rientro nel mercato, riformando il sistema del salario sociale.

Dal punto di vista macroeconomico, l'Irlanda sta sperimentando gravi problemi a medio termine sulla Bilancia dei Pagamenti, che innescano pressioni sul Conto Capitale, e il bisogno di creare riserve per migliorare l'operatività delle banche. Per superare le criticità l'unica soluzione appare il ricorso a finanziamento esterno, da utilizzare nell'esecuzione delle riforme critiche per stabilizzare e ristrutturare il sistema bancario e ricreare la sostenibilità finanziaria. La stima del prestito per l'Irlanda ammonta a 85mld EUR fino a fine 2013: nella cifra viene incluso un elemento potenzialmente rischioso quale la ricapitalizzazione delle banche. 17,5mld EUR verranno versati dal Tesoro irlandese tramite il suo fondo cassa e gli investimenti del NPRF; 22,5mld EUR saranno stanziati dall'IMF; i restanti 45mld EUR arriveranno dai programmi EFSF ed EFSM e dagli accordi bilaterali con altri paesi non Euro. Le somme potranno essere utilizzate in parallelo dall'Irlanda, e serviranno essenzialmente per ricreare la fiducia necessaria affinché il paese possa tornare a finanziarsi direttamente sul mercato a tassi accettabili.

Tutti i progressi verranno monitorati tramite l'esame degli indicatori di performance contenuti nel Technical Memorandum of Understanding (TMU).

#### **4.1.3. Memorandum of Understanding**

Andiamo ora ad analizzare il MoU, osservando la scansione temporale con cui andranno applicate le politiche previste. L'accordo prevede che l'esborso delle cifre previste nell'ambito dei programmi EFSM e EFSF (come abbiamo già avuto modo di sottolineare nel cap.2) sia soggetto a revisioni trimestrali, effettuate durante tutta la durata dei piani: le verifiche riguarderanno l'osservanza delle condizioni previste e la valutazione delle politiche applicate, nel contesto di riduzione del deficit eccessivo. Ogni altra manovra che il paese voglia intraprendere non compresa nel Memorandum dovrà essere presa consultando la Commissione Europea, la Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale; inoltre per le tre agenzie devono essere disponibili tutte le informazioni utili al monitoraggio di queste politiche.

Il Memorandum divide quindi le politiche per trimestri, coincidenti con le revisioni: il tutto si concreta in 12 parti, riguardanti il periodo 2011-2013. Il rilascio della prima rata è condizionale all'approvazione del budget 2011. Analizziamo ora il progresso delle politiche previste.

Il primo nucleo di azioni devono essere completate entro la fine del primo trimestre del 2011, in occasione della prima revisione. Le condizioni previste iniziano dalle manovre di consolidamento fiscale: l'obiettivo principale è l'approvazione del nuovo budget 2011, contenente informazioni e proiezioni sull'intero settore di governo e sul piano di rientro del deficit, con aggiustamenti per 6mld EUR.

Nello specifico, il progetto di bilancio dovrà includere (ferma restando la possibilità, in circostanze eccezionali, di adottare misure ulteriori dopo la consultazione con ECB e IMF):

- Misure sul lato dell'entrata per 1,4mld EUR (con un extra di 620mln EUR durante tutto il 2011) comprendenti: l'abbassamento della banda della tassa sui redditi e sui crediti o altre misure equivalenti per 945mln EUR (più 300mln EUR nell'anno); la riduzione della detrazione fiscale sulle pensioni e delle relative deduzioni per 155mln EUR (più 105mln EUR per tutto il 2011); la riduzione delle spese fiscali detraibili per 220mln EUR (più 185mln EUR); misure miste dal lato della tassazione per 80mln EUR (più 30mln EUR); misure una tantum decise dal governo per recuperare altri 700mln EUR in tutto il 2011.
- Riduzione delle spese correnti nell'ordine di 2,090mld EUR per il 2011, utilizzando: riduzioni nelle spese per la protezione sociale; riduzione nel numero degli impiegati nei servizi pubblici; introduzione di una riduzione delle pensioni pubbliche esistenti; ulteriori misure su beni e servizi per 1,030mld EUR.
- immissione di una riduzione delle spese sul capitale pubblico di 1,080mld EUR rispetto alle previsioni.

Le misure qui previste devono essere implementate dal governo sotto la supervisione del Dipartimento delle Finanze, con l'obiettivo di raggiungere i valori contenuti sia nel Memorandum sia nel TMU.

Dopo le misure di bilancio, l'elenco delle politiche per il primo trimestre 2011 si sposta verso le misure di riforma del settore finanziario. Le manovre da adottare vengono divise tra misure di ricapitalizzazione, misure di deleveraging, misure di riorganizzazione del settore bancario e ripartizione dello sforzo tra i possessori di debito subordinato.

**Misure di ricapitalizzazione.** L'obiettivo è riportare in uno stato di salute il settore bancario irlandese. Per questo, la autorità dovranno implementare le misure proposte il 30 Settembre 2010 per la ricapitalizzazione delle banche irlandesi. Allo stesso tempo, il programma NAMA (National Asset Management Agency) dovrà essere allargato per poter assorbire il deleveraging di AIB e di Bank of Ireland, pari a 16mld EUR di mutui prima esclusi perché inferiori alla soglia dei 20mld; l'estensione verrà applicata quindi a tutti i prestiti sub-20mld con l'obiettivo di acquistarli tutti entro fine 2011. Il NAMA provvederà al pagamento degli asset tramite emissioni di bond. Riguardo i requisiti di capitale delle banche il PCAR (Prudential Capital Assesment Review) prevede un capitale minimo richiesto pari al 10,5% del core tier 1; in più, le autorità irlandesi dovranno assicurare che i tre istituti maggiori (AIB, BOI e EBS) vengano inizialmente ricapitalizzati ad un livello pari al 12% del core tier 1 nella forma di azioni ordinarie, considerando i tagli legati al trasferimento dei mutui al NAMA. Il PCAR dovrà essere rafforzato per permettere una valutazione degli asset delle banche, per evitare che si verifichino ancora perdite future; le linee di azione devono comunque essere presentate e valutate con la partecipazione della Banca Centrale Irlandese, della Commissione Europea, della BCE e dell'IMF.

**Misure di deleveraging.** La Banca Centrale irlandese dovrà completare la creazione e l'applicazione di un PLAR (Prudential Liquidity Assesment Plan) per il 2011 contenete misure di spesa atte a sostenere il deleveraging delle banche e ridurre la loro dipendenza dai fondi a breve termine nel periodo programmato. Le autorità devono inoltre stabilire per ogni istituto di credito ratios, che assicurino il raggiungimento degli standard previsti dall'accordo di Basilea III. Inoltre il PLAR, sempre con orizzonte 2013, conterrà obiettivi quantitativi specifici per ogni banca in termini di funding, con informazioni specifiche sul livello da raggiungere e le misure da adottare.

**Riorganizzazione del settore bancario.** Gli accordi prevedono che la strategia per il futuro funzionamento, struttura e affidabilità degli istituti di credito irlandesi sarà sviluppata in accordo con Commissione, Banca Centrale Europea e Fondo Monetario: questo approccio ha l'obiettivo di riorganizzare e razionalizzare il settore bancario, in modo che non vi sia più

il bisogno di aiuti da parte dello stato per la normale operatività. Le autorità dovranno quindi dismettere le partecipazioni acquisite durante la crisi prima possibile, compatibilmente con la situazione della finanza pubblica e della stabilità finanziaria. Piani specifici devono essere presi per la risoluzione delle situazioni della Anglo Irish Bank e della Irish Nationwide Building Society, in accordo con le regole europee e sottomessi al vaglio della Commissione; l'obiettivo dell'azione discrezionale è minimizzare le perdite di capitale emerse durante la vendita degli asset non profittevoli. Viene inoltre richiesto al Parlamento irlandese l'approvazione di una regolamentazione sugli interventi nelle situazioni di stress delle banche e una legge speciale sul regime di risoluzione delle banche (Special bank Resolution Regime); sulla scia della legge speciale, si richiede la creazione di un'autorità competente dotata di poteri e strumenti per poter intervenire in situazioni di crisi.

**Ripartizione dello sforzo tra i possessori di debito subordinato.** Secondo le regole europee di supporto agli Stati, deve essere diviso lo sforzo tra i possessori di debito subordinato nelle più importanti banche nel periodo considerato. La divisione sarà basata sul capitale e sulle altre tipologie di assistenza finanziaria lo Stato assegna come supporto specifico agli istituti e sulla loro profittabilità in assenza di aiuti.

Le istruzioni si spostano quindi sulle riforme strutturali: in questo caso gli obiettivi delineati negli accordi sono facilitare l'aggiustamento del mercato del lavoro e ridurre il rischio a lungo termine di disoccupazione. Per quanto riguarda gli occupati, la legislazione da introdurre dovrà riformare il salario minimo, in modo da incoraggiare la creazione di posti nei settori a più alto rischio di disoccupazione e prevenire eventuali distorsioni delle condizioni di retribuzione nelle categorie in cui è già presente una regola sui salari minimi in aggiunta alla nazionale. In particolare, le misure richieste sono: la riduzione di 1 EUR per ora del livello nominale del salario minimo; l'allargamento dell'applicazione della clausola "inability to pay". Il piano prevede la riforma del sistema dei benefit per i disoccupati, in modo da incentivare un facile e veloce rientro nel mondo del lavoro; la manovra sarà parte di una riforma più generale del sistema di welfare, che permetterà un risparmio di 750mln EUR nel 2011. Misure di legge dovranno inoltre essere introdotte per riformare complessivamente il sistema dei benefit e renderli quindi più efficaci; le manovre riguarderanno: miglioramento dell'efficacia dell'amministrazione dei sussidi di disoccupazione e di quelli sociali, ottimizzando le sinergie e evitando duplicazioni di competenze tra le varie autorità; rafforzamento delle condizioni di formazione e lavoro;

miglioramento del sistema di monitoraggio e placement di coloro che sono in cerca di lavoro. Tutte le misure qui elencate dovranno avere effetto entro Maggio 2011.

Le politiche per la seconda review, prevista per il secondo trimestre del 2011, perdono i connotati di urgenza in alcuni settori, previsti per il primo trimestre, ma acquistano particolare importanza nel ritorno del paese ad una situazione di equilibrio e stabilità.

Le manovre di consolidamento fiscale riguardano soprattutto lo sviluppo dei programmi previsti nel Q1 (primo trimestre 2011); viene richiesto inoltre una continua supervisione sulle spese e sul rispetto dei livelli dei ratios richiesti; infine dovrà essere sottoposto al vaglio della Commissione, dell'ECB e dell'IMF uno scadenario riguardante l'applicazione delle raccomandazioni contenute nel Memorandum.

Le misure nel settore finanziario partono dalla valutazione dei risultati del PCAR per il 2011 insieme alle autorità esterne, pubblicando gli esiti banca per banca. A seconda gli esiti, il governo dovrà assicurare la ricapitalizzazione delle banche, in forma di equity, per assicurare il mantenimento il requisito minimo di capitale del 10,5%. Allo stesso tempo viene richiesto a livello legislativo un rafforzamento della regolazione in materia finanziaria, allargando la supervisione e aumentando i poteri della Banca Centrale, e ulteriori miglioramenti nell'applicazione della strategia di riorganizzazione degli istituti di credito.

Dal lato delle riforme strutturali, viene prevista per il Q2 l'inizio della riforma dell'età pensionabile, incrementandola a 66 anni nel 2014, 67 nel 2021 e 68 nel 2028. A livello fiscale le autorità irlandesi devono continuare ad assicurare l'affidabilità e la regolarità dei dati di budget. Per quanto riguarda il bilancio, viene richiesto che ogni entrata straordinaria venga utilizzata per la riduzione del debito e in aggiunta la creazione, in accordo con il National Recovery Plan 2011-2014, di un consiglio di esperti a carattere consultivo, che possa assicurare una valutazione indipendente della posizione di bilancio del Governo e delle sue previsioni.

Le azioni per la terza revisione si focalizzano soprattutto sulle riforme strutturali, con le sole novità della richiesta di aggiustamenti appropriati a compensare potenziali cadute nel recupero di fondi dai tagli amministrativi. L'obiettivo è incrementare la crescita del settore dei servizi domestici: le azioni richieste riguardano la rimozione delle restrizioni al commercio e alla competizione nelle professioni legali, nei servizi medici e nell'albo dei farmacisti. Nel contesto fiscale, le richieste riguardano la riforma delle pensioni, che

coinvolgerà i nuovi entrati nell'amministrazione pubblica con effetti dal 2011: i cambiamenti interesseranno le modalità di prepensionamento e il passaggio ad un sistema di calcolo contributivo. In più il Governo dovrà assicurare misure effettive per coprire la contribuzione delle autorità locali con prestiti dal governo centrale: il meccanismo deve essere rivisto con l'ausilio della Commissione.

L'ultima revisione del 2011 appare particolarmente rilevante, in quanto il MoU prevede la redazione del bilancio previsionale per il 2012. Il progetto deve essere redatto secondo le linee del NRP, includendo misure per 3,6mld EUR: dal lato delle entrate si prevede un recupero di 1,5mld EUR, riformando le tasse sui redditi, sulla proprietà e la carbon tax; sul lato delle tasse, i tagli dovranno portare nelle casse 2,1mld EUR nel 2012. Sul piano strutturale, le politiche richieste puntano a migliorare la competitività dei settori elettrico, idrico ed energetico: per l'elettrico e l'energetico, viene richiesta una valutazione governativa per fissare appropriati target; per il settore idrico si punta invece a trasferire la gestione dalle autorità locali e un organismo centrale dal 2012/2013. Dal punto di vista fiscale, entro fine 2011 dovrà essere introdotta una legge di responsabilità fiscale.

Le politiche per il 2012 ricalcano lo schema già analizzato per il 2011. Degno di nota è solo il progetto di bilancio 2013, da presentare entro la revisione Q4: il recupero richiesto è di 3,1mld EUR, divisi in 1,1mld EUR dalle entrate e 2mld EUR dalle uscite.

#### **4.1.4. Technical Memorandum of Understanding**

La terza serie di accordi riguarda la definizione di indicatori obiettivo, secondo quanto contenuto della Extended Fund Facility.

Il documento contiene i metodi da utilizzare nell'accertamento delle performance e quelli per una raccolta informazioni adeguata al monitoraggio degli obiettivi. Tutti gli elementi che hanno bisogno di conversione vengono calcolati al "programme exchange rate", fissato al cambio prevalente il 24 Novembre 2010 pari a 1 EUR=1,3339 USD e 1 EUR=0,86547 SDR.



Il primo indicatore considerato è il saldo primario, il tradizionale indicatore di bilancio che misura il surplus o il deficit netto sul conto del Tesoro, tenuto presso la Banca Centrale d'Irlanda. I documenti relativi a questo indicatore sono il Finance Account, redatto dal Dipartimento delle Finanze e preventivamente revisionato, e l'Exchequer Statement, una summa delle movimentazioni non revisionate, pubblicato ogni fine mese. Secondo la legge irlandese, tutte i movimenti del Governo, sia in entrata che in uscita, movimentano il conto presso la Banca Centrale. Più in particolare il saldo del conto del Tesoro corrisponde alla differenza tra entrate e uscite totali del conto presso la Banca Centrale: misura la somma tra saldo delle partite correnti e la bilancia dei movimenti dei capitali. Il primo è dato dalle entrate correnti meno le uscite correnti, mentre il secondo rappresenta le entrate capitali (sinking fund, cioè trasferimento delle partite correnti al capital account per ridurre il debito nazionale, e altre entrate) meno le uscite capitali. Tutti gli indici vengono calcolati facendo riferimento al saldo primario, pari al saldo di bilancio al netto del pagamento degli interessi per il debito nazionale.

Secondo gli obiettivi del programma, il limite minimo sul saldo primario può essere aggiustato verso il basso nel caso in cui ci sia ancora bisogno di pagamenti a favore delle banche nell'ambito della strategia di supporto e ristrutturazione del settore; nel novero vanno considerati i prestiti agli istituti di credito, investimenti nelle loro azioni, ricapitalizzazioni, acquisto di asset in difficoltà. La progressione dei limiti segue il seguente schema.

**Tabella 1: Calendario dei limiti all'Exchequer Balance**

Cumulative Exchequer primary balance	(In billions of Euros)
From January 1, 2010: End-December 2010 (performance criterion)	-15.3
From January 1, 2011: End-March 2011 (performance criterion)	-7.8

End-June 2011 (indicative target)	-11.0
End-September 2011 (indicative target)	-14.3
End-December 2011 (indicative target)	-14.6

*Fonte: Commissione Europea*

Il criterio di performance di fine Marzo 2011 e i successivi possono tuttavia essere aggiustati verso l'alto nel caso di risultati più alti delle previsioni dalle tasse sul reddito.

Ulteriori limiti sono previsti per il debito netto del Governo Centrale, definito come il Debito Nazionale depurato degli asset liquidi del National Pension Reserve Fund (NPRF); allo stesso tempo, il debito nazionale è dato dal totale dei prestiti in sospeso meno eventuali attività liquide pronte al rimborso. Possibili variazioni verso l'alto possono essere effettuate nel caso i debiti vengano utilizzati per il programma di supporto del settore bancario. In tabella riportiamo le scadenze relative all'indicatore.

**Tabella 2. Scadenze relative al Debito Nazionale netto**

Central government net debt	(In billions of Euros)
Outstanding stock:	
End-October 2010 (provisional)	78.6
End-December 2010 (indicative target)	83.1
End-March 2011 (indicative target)	91.6
End-June 2011 (indicative target)	96.5
End-September 2011 (indicative target)	100.0
End-December 2011 (indicative target)	102.2

*Fonte. Commissione Europea*

La Commissione richiede inoltre che non si accumulino pagamenti esterni arretrati del Governo Centrale nel periodo preso in considerazione. L'ammontare verrà calcolato sul programma di rate dell'obbligazione, come riportato dall'agenzia nazionale di gestione del Tesoro.

I dati richiesti devono essere monitorati e forniti all'IMF. Le autorità irlandesi dovranno trasmettere prontamente ogni correzione nelle maniere opportune e secondo le funzioni delineate negli accordi: spetta al Dipartimento delle Finanze la trasmissione del saldo di bilancio; al National Treasury Management Agency spetta l'invio dei dati provvisori sul debito netto, oltre agli arretrati dei pagamenti esterni.

#### **4.1.5. Le prime due revisioni**

Alla data in cui concludiamo l'analisi di questa tesi, sono state effettuate due verifiche delle politiche attuate dalle autorità irlandesi in conformità alle decisioni contenute nei Memorandum di cui sopra abbiamo discusso.

La prima review si è svolta tra il 5 e il 15 Aprile 2011: la valutazione generale sottolinea come il paese abbia intrapreso con successo le riforme annunciate, anche se rimangono forti criticità. Progressi importanti sono stati compiuti nel superare una delle peggiori crisi nella storia del paese celtico, grazie soprattutto alla calendarizzazione del programma di riforme, in un clima avverso di cambiamenti politici e un ambiente economico esterno ancora profondamente incerto. Le previsioni macroeconomiche vedono un rialzo del PIL per 2011, meno del tasso atteso contenuto nel MoU: l'espansione sarà guidata soprattutto dalle esportazioni, legate al miglioramento della competitività e alla crescita dell'economia mondiale. Nel mercato interno, la domanda continuerà a contrarsi, pur se a tassi più bassi, e l'inflazione rimarrà sostanzialmente stabile. Sul lato finanziario, è stata annunciata il 31 Marzo una ricapitalizzazione di tutti gli istituti bancari, primo passo verso il ritorno alla salute per il settore più colpito: la credibilità della decisione si è riflessa in un'ottima risposta dei mercati. Dal punto di vista fiscale, sono stati raggiunti i target per Dicembre 2010 e Marzo 2011. Il deficit è previsto al 10,5% del PIL per il 2011 e le autorità hanno

confermato il loro impegno per raggiungere il 3% entro il 2015. Le riforme strutturali finora decise hanno riguardato il mercato del lavoro, in particolare la creazione di nuove opportunità e la riforma dei salari. Nel quadro visto rimane però ancora critica per l'Irlanda la raccolta di denaro sul mercato.

La seconda revisione, avvenuta tra il 6 e il 14 Luglio 2011, ha confermato il giudizio della prima missione: l'Irlanda ha continuato il programma di riforme in maniera soddisfacente. Ulteriore prova della bontà del lavoro e del programma di finanziamento è stata la risposta alla tensione sul debito sovrano verificatisi durante la review: il programme financing previsto dagli accordi ha evitato ripercussioni sull'economia e sulle finanze dello stato. I dati macroeconomici che abbiamo visto nella prima revisione vengono sostanzialmente confermati. Le autorità hanno continuato nella riforma del sistema bancario: sono state completate le fusioni di Allied Irish Banks con EBS Building Society e di Anglo Irish Bank con INBS, mentre in agenda (entro fine Luglio) rimane la ricapitalizzazione delle banche di proprietà domestica. Sul fronte fiscale, il deficit relativo ai primi sei mesi dell'anno è ben al di sotto del livello previsto nel programma, pur rimanendo la previsione di un livello sotto il 10,5% nel 2011. Per migliorare la qualità del bilancio pubblico è stato creato l'Irish Advisory Council, deputato alla verifica indipendente delle finanze pubbliche. Le riforme strutturali sono proseguite sulla linea della prima revisione: è continuata la razionalizzazione del lavoro, con la riforma dei salari focalizzata sui settori in cui la disoccupazione è più alta.

## **4.2.L'applicazione della Balance of Payment Assistance: il caso Romania**

La Romania è uno dei pochi paesi europei ad avere beneficiato per due volte dell'assistenza europea: nel 2009-2011, con un programma di BoP Assistance, e nel 2011-2013 con un piano omonimo di natura precauzionale.

Il primo piano segue un forte squilibrio interno ed esterno, testimoniato da un deficit di budget del 5,7% del PIL e da un deficit primario del 11,6% del PIL; come risultato l'afflusso di capitali è crollato e il cambio tra RON e Euro si è deprezzato del 30% tra Agosto 2007 e

Gennaio 2009. Di conseguenza nella primavera del 2009 le autorità romene hanno richiesto assistenza finanziaria all'Unione Europea e al Fondo Monetario.

L'accordo è stato raggiunto nel Maggio 2009 sulla base di 20mld EUR, di cui:

- 5mld EUR dalla Bop Assistance della Comunità Europea;
- circa 12,95mld EUR dall'IMF (pari al 110,77% della quota della Romania);
- 1mld EUR dalla Banca Mondiale;
- 1mld EUR dall'EIB e dall'EBRD.

I fondi europei sono stati pensati con uno scadenario ben delineato, che ha previsto l'esborso tra le date del 27 Luglio 2009 e del 22 Giugno 2011.

Nel Febbraio 2011 Unione Europea e il Fondo Monetario hanno notato come il contesto romeno, colpito dalla recessione, fosse bisognoso di nuovo supporto per il rilancio della crescita soprattutto tramite riforme strutturali, miglioramento della sostenibilità fiscale e consolidamento della stabilità finanziaria. Il 12 Maggio 2011 il Consiglio ha messo a disposizione una linea di credito precauzionale a medio termine di 1,4mld EUR; insieme a questi fondi, l'IMF ha messo a disposizione 3,5mld EUR.

#### **4.2.1.BoP Assistance Programme 2009-2011**

Il Consiglio Europeo ha accolto la richiesta di aiuto finanziario da parte della Romania (Decisione 2009/459/EC), verificando una situazione di sostanziale deterioramento dei conti del paese. La decisione contiene sinteticamente i punti cardine del programma, dalla presenza di aiuti da parte dell'IMF e della WB fino ai criteri gestori e le politiche che la Romania dovrà applicare. In linee generali, i fondi previsti ammontano a 5mld EUR, con una disponibilità di 7 anni e un effettività di 3 anni. La gestione della procedura è affidata alla Commissione, a cui viene dato incarico di firmare il MoU con la Romania e di verificare l'applicazione delle condizioni. Il Consiglio prevede inoltre che il Mou contenga la previsione di massimo 5 rate e politiche riguardanti: misure fiscali a medio termine per portare il deficit al di sotto del 3% del PIL; adozione del nuovo budget 2011; riduzione del salario e del

pubblico impiego; riduzione della spesa nelle imprese pubbliche; maggiori controlli sul budget; riforma del sistema retributivo; miglioramento della legge sulla bancarotta; più poteri alla Banca Centrale e miglioramento dei sistemi di garanzia dei depositi. Andiamo ora a vedere in particolare quali misure sono state inserite all'interno del MoU.

Il documento si apre con l'elenco degli aiuti forniti al paese da EC, IMF, WB, EIB e EBRD, nelle proporzioni che abbiamo visto prima. Il minimo comune denominatore degli aiuti è diminuire l'alto deficit fiscale e migliorare la governabilità: tutto questo tramite il supporto finanziario esterno, ma soprattutto tramite un programma di politiche economiche, che elimini la pressione sulla liquidità a breve termine migliorando la competitività e correggendo gli squilibri nel medio termine, e soprattutto eviti l'utilizzo ripetuto di politiche fiscali pro cicliche, che nel quadro del 2009 hanno contribuito alla situazione di disequilibrio. La prima rata, di 1,5mld EUR, sarà pagata solo dopo l'entrata in vigore del MoU e del Loan Agreement.

Anticipatamente, il Parlamento romeno ha adottato un emendamento al bilancio pari all'1,1% del PIL; dal lato della spesa, le misure permetteranno un risparmio dello 0,85% del PIL, con tagli sul lavoro pubblico e sulla spesa per merci e servizi nelle imprese pubbliche; per quanto riguarda le entrate, il recupero sarà dello 0,25% del PIL, eliminando alcune deduzioni fiscali e sussidi. Allo stesso tempo la National Bank of Romania (NBR) ha eseguito stress test individuali su tutti gli agenti del settore bancario: i risultati verranno utilizzati per accertare il potenziale incremento dei fondi che verranno messi a disposizione.

Quindi il Memorandum contiene le generalità delle politiche richieste alla Romania , divisi secondo gli obiettivi da raggiungere: consolidamento fiscale, governance fiscale, politiche monetarie e finanziarie, riforme strutturali.

**Consolidamento fiscale.** E' al centro del programma di aggiustamento, viste le politiche pro cicliche adottate e il loro enorme contributo al disequilibrio. Le misure riguardano la riduzione del deficit: dal 5,4% del PIL nel 2008 e il 5,1% del PIL nel 2009, si vuole ridurre il tasso al 4,1% nel 2010 per poi scendere sotto al 3% nel 2011. Gli aggiustamenti saranno guidati dalla diminuzione delle spese, riducendo il salario dei dipendenti pubblici, tagliando su servizi e beni e diminuendo la spesa per l'amministrazione. La priorità dovrà inoltre essere data agli investimenti cofinanziati dall'Unione

**Governance fiscale.** La Commissione sottolinea come gli obiettivi di consolidamento non possano essere raggiunti senza misure che migliorino la strategia e il processo di bilancio. Una componente chiave in quest'ottica è l'approvazione di una legge di responsabilità fiscale, con quindi la creazione di un framework di medio termine di bilancio. Il primo passo va fatto in direzione di una ristrutturazione del sistema di retribuzione per migliorarne la trasparenza e semplificare il sistema dei bonus e gli schemi di pagamento; il problema più grave riguarda i salari pubblici: la maggior parte delle retribuzioni è in bonus; le tabelle retributive non sono uniche; ci sono leggi diverse per il pagamento dei diversi salari. Viene richiesto quindi: una unificazione della scala retributiva e una riforma del sistema dei bonus, soprattutto trasformando questi ultimi in base salariale e il divieto di creazione di bonus non monetari; lo sviluppo di un framework sulle retribuzioni statali chiaro e uniforme. L'obiettivo è creare un sistema che assicuri la gestione ottimale dei fondi europei.

Per migliorare la sostenibilità di lungo termine delle finanze pubbliche viene inoltre richiesta una riforma delle pensioni, legandole all'inflazione ed evitando aumenti di caratteri discrezionale e aumentando l'età pensionabile.

Infine vanno applicate tutte le raccomandazioni del EC/IMF/WB sull'amministrazione delle tasse.

**Politiche monetarie e finanziarie.** La politica monetaria rimane legata alle politiche della NBR di stabilità dei prezzi e di inflazione obiettivo al 3,5%. La stessa banca Centrale viene investita dell'obbligo di effettuare stress test sulle banche, per verificare l'adeguatezza patrimoniale delle stesse. Sempre in materia bancaria viene prevista una nuova legge sulle crisi, più efficace e rapida di quella vigente, e maggiori poteri alla NBR in materia di supervisione, affinché la legge romana si allinei agli standard europei. Infine deve essere migliorato il sistema di assicurazione dei depositi e allargato il novero dei collateral accettati dalla NBR, per evitare nuove crisi di liquidità.

**Riforme strutturali.** Il programma economico include anche riforme strutturali, in linea con quanto contenuto nella strategia di Lisbona. Vengono richieste politiche per migliorare l'efficienza della pubblica amministrazione, misure per rafforzare la qualità delle spese pubbliche, azioni per far emergere il lavoro nero. Possiamo elencare esempi delle politiche contenute nel Memorandum: una migliore organizzazione dei Ministeri, una riduzione del

numero di autorizzazioni e permessi per ottenere le proprietà, un utilizzo più efficiente dei fondi europei (migliorando per esempio la struttura del Ministero dei Trasporti), controlli più intensi sul lavoro, un incremento nella qualità dei fondi in ricerca e sviluppo.

Dopo aver elencato le misure richieste alla Romania, il Mou si sofferma sulle modalità tecniche di esborso del finanziamento. La seconda rata, di 1mld EUR, sarà pagata entro fine 2009; le successive sono previste nel secondo trimestre del 2010 (1,15mld EUR), nel quarto trimestre del 2010 (1,2mld EUR) e infine nel secondo trimestre del 2011 (150mln EUR). La decisione sul rilascio delle somme della seconda e delle successive rate dipende dall'applicazione nel periodo considerato delle politiche contenute nell'accordo, secondo un preciso ordine stabilito. Agente del prestito è la Banca Centrale Europea, che dovrà trasferire le somme previste nel conto del Ministero del Tesoro appositamente creato presso la National Bank of Romania. Durante tutte le fasi del programma, alle autorità è fatto obbligo di rendere disponibili tutte le informazioni a disposizione. Inoltre viene richiesto alle forze di polizia tutte le attività ispettive su qualunque operazione sospetta che utilizzi i fondi europei. Il programma applicato alla Romania ha una sua data di scadenza: i fondi infatti sono disponibili per massimo tre anni dall'entrata in forza della Decisione del Consiglio, il 6 Maggio 2009.

Il 16 Febbraio 2010 il Consiglio decide di emendare la decisione precedentemente presa, in quanto l'impatto della recessione è stato maggiore del previsto. Il nuovo Memorandum of Understanding è stato siglato il 23 Giugno 2009, vista l'insufficienza delle misure precedentemente approvate nel diminuire la pressione sulla liquidità nel breve termine. Nell'Agosto 2009 la Commissione europea decide di partecipare alla review del Fondo Monetario: questi verificano la conformità agli accordi, mentre i commissari europei hanno raggiunto accordi sulla revisione di alcuni target. Solamente tra Ottobre e Novembre 2009 si è svolta la revisione per il pagamento della seconda rata, insieme all'IMF e alla WB: le autorità romene non hanno però potuto approvare il bilancio 2009, requisito fondamentale per il pagamento, a causa dell'incertezza sulla situazione politica. La decisione della Commissione è stata di posticipare la verifica a Dicembre 2009, dopo le elezioni presidenziali, in occasione della preparazione del budget 2010. La successiva revisione si è svolta nel Gennaio 2010: tutti gli indicatori (criteri di esborso, indice di deficit per il 2009, adozione budget 2010, riforme strutturali) risultavano raggiunti. Visto il nuovo quadro macro, ritornato verso l'equilibrio, alla Romania viene solo richiesta la conformità alle



misure del MoU: per questo, il pagamento della seconda rata è condizionato alla firma del nuovo accordo.

#### **4.2.2. Precautionary Medium Term Financial Assistance**

Il Consiglio, con Decisione 2011/288/EU del 12 Maggio 2011, ha previsto un nuovo programma di assistenza alla Bilancia dei Pagamenti per la Romania, visto il persistere di squilibri esterni e la diminuzione del flusso di capitale in entrata. In quanto non vi è stata richiesta formale da parte del paese, il programma viene creato in via precauzionale, per facilitare l'aggiustamento fiscale, il consolidamento delle riforme del mercato finanziario e il programma di riforme strutturali che abbiamo già illustrato precedentemente. Il piano è predisposto nel caso in cui la Romania non possa far fronte ai proprio debiti a causa di un peggioramento dello scenario economico; stessa prassi è stata utilizzata dal Fondo Monetario. Il contributo europeo sarà di 1,4mld EUR, l'IMF mette a disposizione 3,6mld EUR e la WB due programmi da 400mIn e 750mIn EUR.

Le linee principali sono contenute nella decisione stessa del Consiglio. L'esborso dei programmi avverrà solo in caso di situazione avversa, dopo richiesta scritta da parte della Romania. Nel caso di attivazione i fondi saranno disponibili attraverso un prestito con maturity 7 anni e data ultima di attivazione 31 Marzo 2013. I fondi potranno pervenire in massimo 3 rate, condizionate al rispetto dei criteri contenuti nel Memorandum of Understanding, che in linee generali richiede: contenimento del deficit, controllo dei salari statali, migliori investimenti pubblici, riforma della legge bancaria.

Il MoU sottolinea come l'eventuale attivazione della BoP Assistance debba essere comunque condizionata ad un programma di politiche economiche simile a quello approvato nel 2009 e alla continuazione delle riforme e del consolidamento fiscale, rappresentando quindi un continuum del piano del 2009. La richiesta delle autorità romene deve pervenire non oltre il 31 Marzo 2013: le cifre saranno disponibili solamente dopo la firma del Memorandum e del Loan Agreement.

Seguono le misure di austerità sviluppate a metà 2010, che hanno permesso al deficit di abbassarsi nel 2009, in un contesto particolarmente difficile. Allo stesso modo, l'inflazione, mantenuta stabile dalla Banca Centrale, è attesa in rialzo, in conseguenza dell'aumento dell'imposizione indiretta. Le misure che condizioneranno l'esborso vengono divise, come nel 2009, in consolidamento fiscale, riforma della struttura e della governance fiscale, regolazione e supervisione del settore finanziario, politica monetaria, riforme strutturali.

**Consolidamento fiscale.** Rimane comunque un punto centrale dei programmi di aggiustamento, dovuto alla volontà soprattutto di ridurre il deficit fiscale: dal 4,1% del PIL previsto nel 2011 ad un tasso inferiore al 3% nel 2012. Le richieste si soffermano quindi sulla riduzione dei pagamenti arretrati, sia per quanto riguarda il governo centrale che le amministrazioni locali

**Riforma della struttura e della governance fiscale.** La struttura amministrativa delle finanze pubbliche beneficerà della continua presenza degli staff dell'IMF e della WB, soprattutto in termini di management e di miglioramento nella formazione dei dipendenti. La richiesta della Commissione punta alla pianificazione, al monitoraggio e alla valutazione dei progetti di investimento pubblico.

Il forte impatto della tassa sul valore aggiunto, pari al 30% delle entrate, richiede una maggiore supervisione sulla salvaguardia dell'equilibrio fiscale: per questo, la Commissione vuole offrire il suo contributo a livello tecnico, in modo da valutare eventuali deficienze e problemi di non conformità. In questo senso la Romania ha agito riformando la legislazione sulle tasse.

Eurostat ha infine avanzato la richiesta di cambiamento delle modalità di rilevazione dei dati, giudicata erronea. Priorità va data alle statistiche sui movimenti finanziari del governo.

**Regolazione e supervisione del settore finanziario.** La Commissione richiede una nuova legge bancaria, che migliori la solvibilità e le riserve delle banche stesse. Inoltre le banche dovranno introdurre dal 2012 i principi IAS/IFRS per la redazione dei loro bilanci. La nuova regolamentazione deve evitare che vi siano fenomeni di moral hazard e fortificare la stabilità finanziaria.

**Politica monetaria.** Rimane l'obiettivo, già della NBR, di stabilità dei prezzi e di inflazione target, pari questa volta al 3% del PIL.

**Riforme strutturali.** Il MoU si concentra su misure sul mercato del lavoro e dei prodotti, all'interno di un National Recovery Program, con l'obiettivo di rendere l'economia romena più resistente ad eventuali shock esterni. Viene richiesta la deregolamentazione dei prezzi del settore energetico, per permettere una maggiore competizione e migliorare la capacità di funzionamento; in questa via si spinge per la creazione di un'autorità sull'energia.

La revisione della regolamentazione della partnership pubblico/privato è d'obbligo, per allineare la legge interna alle direttive europee.

Sempre sul mercato del lavoro viene prevista la riforma del codice entro il 2011: va rimossa la rigidità del mercato tramite una più adeguata legislazione sulla protezione dell'occupazione e una riforma dei salari nei settori privati.

Sul lato dell'utilizzo dei fondi europei, il Governo dovrà implementare un Piano d'Azione, in replica alla lettera del Presidente del Consiglio Europeo del 13 Dicembre 2010. All'interno del programma vengono indicati specifici target di spesa per il 2011, insieme all'assicurazione della presenza di adeguate risorse nel bilancio.

L'attenzione viene inoltre rivolta al settore della Ricerca e Sviluppo: la sua povertà compromette la crescita futura dell'economia romena. Va quindi migliorato e potenziato il flusso di investimenti in questo settore, sia a livello pubblico che a livello privato.

Ogni altra misura che le autorità riterranno utili vanno prese in collaborazione con la Commissione Europea.

#### **4.3. Macro Financial Assistance to Third Countries: il caso dei SEE5**

Una delle questioni aperte all'interno del contesto europeo è il progresso di integrazione dell'area dei Balcani. Al centro della nostra analisi ci saranno i cosiddetti paesi SEE5: Albania, Bosnia ed Erzegovina, Croazia, Macedonia, Serbia; vanno fatte comunque delle puntualizzazioni di carattere politico: la Serbia ha perso prima il Kosovo, di cui tratteremo in particolare in quanto oggetto degli aiuti del 2009, e il Montenegro, ora stati indipendenti.

Decisiva è la comprensione dei fatti storici per aiutarci nella trattazione delle motivazioni alla base degli aiuti.

Nel 1989, l'area contava la presenza di soli due paesi: Albania e Repubblica Federale Socialista di Jugoslavia; questo secondo paese è stato teatro di una serie di conflitti militari, che hanno aggravato il quadro economico innescando un'inflazione galoppante e una profondissima recessione. La tendenza si è invertita dal 1999, all'inizio del processo di democratizzazione dei due paesi chiave creatasi dalla dissoluzione della Repubblica jugoslava: Croazia e Serbia. Sul piano economico, è iniziata la collaborazione con l'Unione Europea, sotto forma di preferenze commerciali e importazioni duty free; passo decisivo è stato compiuto con la firma Processo di Stabilizzazione e Associazione (SAP) nel 2000, che prevede un nuovo sistema di assistenza finanziaria e la possibilità per i paesi SEE5 di diventare membri dell'UE. L'obiettivo principale di questi piani è sintetizzabile con tre termini: democratizzazione, ricostruzione economica e sicurezza.

Il nuovo quadro macro negli anni 2000 appare rivoluzionato, con il raggiungimento per quasi tutti i paesi della stabilità economica. Il tasso di inflazione è stato controllato e mantenuto ad una cifra (tranne in Serbia). L'opera di consolidamento fiscale si esplica principalmente in una diminuzione dei disavanzi fiscali, anche se la spesa fiscale rimane alta e rigida. Tutti i paesi SEE5 hanno anche sperimentato una forte crescita (con eccezione della Macedonia). La fiducia internazionale verso quest'area è testimoniata dal maggiore afflusso di Fdi (investimenti esteri), che hanno raggiunto 18,4mld USD tra 2000 e 2005.

Tuttavia persistono ancora gravi problemi: sono ancora fortemente presenti squilibri della bilancia commerciale estera; molti paesi rimangono troppo dipendenti dagli aiuti internazionali, come Bosnia e Kosovo; il basso livello degli investimenti e risparmi domestici; la limitata competitività delle esportazioni, dovute a politiche economiche prese con molto ritardo e incapaci di riformare il contesto economico; alcuni paesi, soprattutto la Serbia, inoltre sperimentano un elevato indebitamento verso l'estero.

L'interazione di questi fattori rivela come la ripresa dell'area dalla crisi degli anni Novanta è stata lenta. Il percorso di riforme ha infatti peggiorato tutti gli indicatori sociali: i tassi di disoccupazione sono tra i più alti d'Europa; i fondi per Ricerca & Sviluppo sono fortemente diminuiti, provocando il fenomeno della fuga dei cervelli.

I progressi effettuati riguardano principalmente la transizione delle economie dei SEE5 verso un sistema di economia di mercato: i punti focali sono stati la liberalizzazione dei vari settori, pur se nella realtà rimangono problemi di competitività, e la riforma del sistema bancario, con una maggiore penetrazione delle banche estere, in particolar modo italiane. Il passo successivo è stata una maggiore integrazione di questi stati con l'UE, tramite una serie di accordi. Dal programma CARDS (5mld EUR nel periodo 2000-2006) fino al CEFTA, la volontà di fondo delle due parti è stata quella di creare un canale preferenziale di scambi tra le due aree: il risultato è stato che in poco tempo l'UE è diventato il maggior partner commerciale dei paesi dell'area. Per quanto riguarda la futura entrata di questi paesi all'interno dell'Unione, ad ora la Croazia e la Serbia sono gli unici due paesi ad aver iniziato un negoziato per l'ingresso, con il primo che ha fatto progressi più importanti verso l'entrata.

Passiamo ora ad analizzare in particolare i piani MFA del 2009, applicati a Bosnia, Serbia e Kosovo: ci soffermeremo sul quadro macro e sull'implementazione degli aiuti dell'Unione.

**Bosnia e Herzegovina.** Il paese sta conoscendo una recessione iniziata nel 2009 che ha abbassato il PIL reale del 3,2% a causa della discesa dei consumi, degli investimenti e della domanda estera; ulteriore indicatore è la deflazione allo 0,4%, dovuta alla dinamica dei prezzi di trasporti, cibo ed energia. Il piano di supporto è stato approvato l'8 Luglio 2009 per una cifra di 100mln EUR, con l'obiettivo di supportare il paese e le sue esigenze di bilancio in un quadro di forte declino economico; il pagamento è previsto in due tranches, nel terzo e quarto trimestre del 2010.

Prima del 2009, la crescita del paese era trainata dall'alta domanda domestica, aiutata dall'espansione del credito, dai finanziamenti esterni e da una politica fiscale espansiva. Il peggioramento dell'ambiente economico mondiale ha colpito la Bosnia soprattutto tramite una forte diminuzione delle esportazioni, che ha provocato immediatamente il calo della disoccupazione (arrivata al 42,7% nel 2009), innescando il circolo vizioso alla base della recessione. I settori più colpiti sono stati quindi i settori legati all'export, quali i macchinari, il legno e il metallo, per un calo generale del 3,3%. Il quadro si completa con il conseguente aumento del deficit, dal 7,5% del 2008 al 14,9% del PIL nel 2009 insieme a una forte diminuzione degli investimenti esteri. La risposta del governo è arrivata tramite misure fiscali a breve termine in accordo con il Fondo Monetario: le politiche però hanno avuto un

impatto minore di quello previsto, come rivelano le performance negative dell'imposizione indiretta sulle entrate generali.

L'immobilismo nelle riforme strutturali richieste rimane un problema molto grave: nell'accordo con la WB si prevede una necessaria riforma del sistema dei benefit, ancora in alto mare. Sempre a rilento procede il processo di privatizzazione: sono stati intrapresi solo limitate riforme per migliorare il processo autorizzatorio e una nuova legge sull'impresa, che ha iniziato il cammino verso una riduzione dell'amministrativizzazione dell'economia.

Dalle autorità internazionali particolare attenzione viene rivolta al deterioramento dell'ambiente economico che ha fortemente peggiorato le finanze pubbliche nel 2009, non permettendo al paese il rifinanziamento sul mercato. Per questo motivo l'IMF ha previsto un finanziamento di 1,15mld EUR, connesso all'implementazione di riforme strutturali. Le misure richieste sono: riduzione delle spese correnti, soprattutto agendo sulla supervisione dei salari e sulla riforma del settore bancario in termini di liquidità e capitalizzazione. La prima revisione non ha avuto esito positivo; solamente dopo l'inizio di riforma dei benefit sociali, il Fondo Monetario ha accordato l'esborso delle altre tranches. Il programma ha sicuramente migliorato la situazione fiscale bosniaca, riducendo il deficit di bilancio nel 2010 e quindi la dipendenza del paese dai finanziamenti esterni.

Nel 2009 la Bosnia ha richiesto, per coprire i residui bisogni che il piano IMF non riusciva a comprendere, l'accesso al programma MFA: l'ammontare del programma è di 100mln EUR, la cui disponibilità è stata decisa in Consiglio europeo il 30 Novembre dello stesso anno. Secondo gli accertamenti operativi svolti da PriceWaterhouseCoopers, esiste un framework regolamentare adatto a ricevere gli aiuti, anche se questo deve comunque essere rafforzato da riforme strutturali, condizione di erogazione dei fondi.

**Kosovo.** Il Kosovo rappresenta una felice eccezione nel quadro post crisi dell'area balcanica: registra infatti un tasso di sviluppo del Pil del 4% nel 2009. La situazione però è più grave di quello che appare: il paese dipende in maniera fondamentale dai paesi vicini e la sua crescita rimane stagnante se confrontata con i suoi bisogni.

Lo stato balcanico era stato già inserito in un programma di aiuti comunitario di 50mln EUR: l'assistenza però non era stata fornita in quanto mancavano le condizioni chiave, in particolare per quanto riguarda la quantificazione dei bisogni e il supporto dell'IMF. È stato però allungato il periodo di disponibilità dei fondi di due anni, dal 2008 al 2010.

Come abbiamo visto l'economia reale è prevista in rialzo grazie soprattutto agli investimenti pubblici e ai consumi privati, contro un ambiente economico globale in crisi, in cui però il Kosovo non è ancora pienamente inserito e fatica ad entrarne. Aiuto importante è arrivato dall'uso dell'Euro come moneta di scambio, che quindi scherma l'economia da eventuali deprezzamenti. Rimane comunque debole l'impatto della domanda esterna: i dati sulle esportazioni di beni, sia pure in rialzo, si fermano al 18,1% del PIL nel 2009. La situazione monetaria, come abbiamo osservato, poggia sull'utilizzo dell'Euro come moneta legale. La Banca Centrale del Kosovo non ha quindi voce in capitolo su eventuali politiche monetarie o di cambio indipendenti, limitando la sua azione alla supervisione del settore bancario e al monitoraggio della liquidità e del credito nel sistema. Per quanto riguarda questo settore, conta solo 8 banche impegnate principalmente con raccolta di depositi e erogazione di prestiti; il comparto bancario è stato l'unico a rivelare lievi segni di stress a causa della crisi del 2008.

L'inflazione, come nel caso della Bosnia, ha registrato valori negativi per tutto il 2009 a causa della discesa del prezzo del cibo e dell'energia. Solo nel Dicembre dello stesso anno si è avuto un rialzo fino allo 0,1%, aumentando le previsioni all'1,1% nel Febbraio 2010.

Una delle maggiori voci di entrata del bilancio kosovaro è la rimessa degli emigranti: nel 2009, sia pur in declino, i fondi rientrati hanno raggiunto 365mln EUR, aiutando i consumi correnti e alleviando la condizione di povertà della popolazione.

Il mercato del lavoro si presenta in crisi dopo il 2008: la forza lavoro è scesa dal 46,8% al 46,2%, seguita da una diminuzione del tasso di impiego al 24,3%, dal picco del 29% del 2006.

La situazione di bilancio appare di difficile interpretazione, vista l'alta volatilità che ha registrato negli ultimi anni: nel 2007 il paese sperimentava un forte surplus, seguito nel 2009 da un alto deficit, pari all'1,1%<sup>10</sup>. Sul capitolo spese, nel 2009 sono cresciute in termini nominali del 17,8%, soprattutto a causa delle componenti salariale, dei servizi e dei sussidi.

La struttura economica è rimasta immutata nel 2009, con la presenza dominante di micro imprese operanti nei settori del commercio e delle riparazioni. Sul piano delle riforme, cruciale è la ristrutturazione delle imprese pubbliche, seguite da un miglioramento delle

---

<sup>10</sup> Il dato raggiunge il 6,7% se viene consolidata la situazione debitoria della maggiore compagnia pubblica di telefonia.

infrastrutture, poche e mal ridotte, e del settore energetico, uno dei maggiori ostacoli allo sviluppo del Kosovo. In questo senso, sono da segnalare il progetto, in joint venture con una società turca, della costruzione dell'autostrada Vermica-Merdare e la costruzione di una centrale a carbone inserita nella Energy Strategy 2009-2018.

Come abbiamo già accennato, l'assistenza europea alle strutture kosovare risale al 2006, con un prestito di 50mln EUR, le cui condizioni sono state disattese alla verifica nel 2007: la firma dell'Understanding con l'IMF e la conferma delle necessità di bilancio. La verifica effettuata da PriceWaterhouseCoopers, come nel caso della Bosnia, ha visto nel framework regolamentare la possibilità di un'applicazione corretta degli aiuti, a dispetto dei problemi sul controllo interno del budget. La decisione della Commissione Europea di allungare la disponibilità di finanziamenti è legata proprio alle prospettive positive del Kosovo: è stato confermato il progetto di bilancio per il 2010 e l'IMF, dopo un'ispezione nel paese nell'Ottobre 2009, ha deciso di firmare una lettera di intenti.

**Serbia.** La situazione macro della Serbia appare particolare: il PIL 2009 è stato in calo del 3%, in risposta alla crisi globale, a fronte invece di una Bilancia dei Pagamenti di segno positivo, grazie al contrarsi del deficit di conto corrente ottenuto tramite gli aiuti del Fondo Monetario e l'accordo con la banche straniere nel paese. Il 30 Novembre 2009 il Consiglio Europeo ha deliberato un piano di aiuti per il paese di 200mln EUR, per aiutare il governo nelle esigenze di bilancio non coperte dagli altri aiuti internazionali in un quadro economico non favorevole; l'aiuto europeo completa quindi l'intervento del Fondo Monetario e di accordi bilaterali. A fine 2009 la Serbia ha inoltre fatto progressi verso il processo di integrazione, con la consegna al Tribunale Internazionale di importanti criminali di guerra: il 22 Dicembre ha quindi potuto richiedere formalmente di diventare membro.

Come abbiamo già accennato, il quadro macroeconomico serbo appare molto variegato. La crescita del PIL ha registrato -3% nel 2009, a causa della diminuzione della domanda domestica, la vera forza portante dello sviluppo passato; performance negative si sono registrate anche per gli investimenti (-20%) e i consumi privati (-5%); i settori più colpiti sono stati le costruzioni (-17,1%), la manifattura (-15,3%). Il commercio ha fortemente risentito delle dinamiche internazionali che hanno portato al calo dell'economia serba, aggravando ancor più la situazione generale. Il calo delle esportazioni è stato più veloce del calo di quello delle importazioni: quantitativamente, 17,1% del PIL a fronte di un 5,7% del



PIL. La dinamica del deficit è stata comunque aiutata dall'aumento delle rimesse degli emigranti, pari a 2,6mld EUR (8% del PIL).

Il mercato finanziario è stato molto aiutato dal programma dell'IMF, che ha permesso un aumento importante delle riserve valutarie della banca centrale, dopo il calo del 2008. La crisi valutaria aveva colpito duramente il dinaro, deprezzato del 25% in termini nominali rispetto all'Euro; grazie alla diminuzione dei tassi ufficiali e a misure amministrative e regolatorie, la pressione sulla moneta si è allentata, stabilizzando il cambio nei primi mesi del 2009. La stabilità sul mercato cambiario ha permesso la stabilità dei prezzi, anche se in presenza di un alto tasso di inflazione, soprattutto se confrontato con il livello dei paesi dell'area: il picco si è raggiunto nel 2008 con un aumento dei prezzi del 12,4%, oggi in discesa grazie alla diminuzione dei valori di carburanti e cibo al 6,6%.

La crisi ha colpito fortemente il mercato del lavoro, molto debole a causa del forte calo della crescita. La disoccupazione è salita del 17,4%, con un calo degli impieghi del 4,6%.

La dinamica di bilancio risente fortemente dell'azione esterna soprattutto del Fondo monetario. Il deficit è sceso dal 4,5% al 4,2% nel 2009; il programma ha inoltre previsto l'applicazione di misure di taglio fiscale, con il congelamento di salari e pensione pubbliche, che hanno abbassato le spese al 43% del PIL, a fronte di entrate per il 38,7% del PIL, in discesa del 2,4%.

Il programma di riforme in Serbia ha sempre trovato molti ostacoli, ancora di più durante l'ultima crisi; importanti obiettivi rimangono ancora la creazione di una economia di mercato vera e propria e un ambiente economico adatto a nuovi business. Esempio dell'immobilismo serbo è il caso delle privatizzazioni: la crisi ha congelato ogni tipo di passaggio delle imprese statali ai privati, viste le condizioni non favorevoli del mercato. Il problema vero e proprio è il mancato raggiungimento degli accordi finali, in quanto non mancano manifestazioni di interesse soprattutto per le aziende dei settori elettrico, telefonico, bancario, delle infrastrutture, farmaceutico e aeroportuale. In positivo le autorità hanno avviato un processo di deamministrativizzazione nelle aree chiave, come la giustizia; per la regolazione e la gestione delle istituzioni sono stati fatti passi avanti, anche se a rilento. Le riforme più importanti a livello economico sono previste in maniera strutturale sul settore industriale, nella direzione di un miglioramento generale e un utilizzo

migliore delle parti della catena a valore aggiunto con l'obiettivo di migliorare le esportazioni.

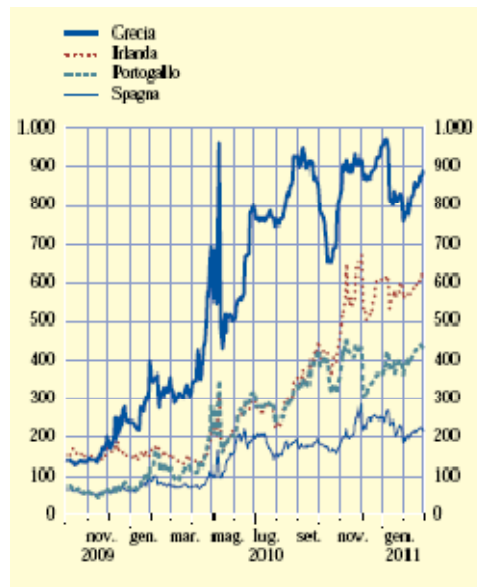
I finanziamenti esterni al governo serbo iniziano nel 2008, con l'accordo con il Fondo Monetario per 420mln EUR, poi esteso a 3mld EUR per il periodo 2009-2011. La particolare situazione di crisi ha mosso anche la World Bank e un primo piano da parte all'Unione, per 500mln e 100mln EUR. Solamente nell'Ottobre 2009 la Serbia ha richiesto l'attivazione dell'MFA; con decisione del 24 Novembre il Parlamento Europeo ha approvato il piano per un importo di 200mln EUR, con l'obiettivo di coprire eventuali carenze nel bilancio non considerate dagli altri programmi. I fondi sono stati resi disponibili solo nel 2010, dopo la firma del Memorandum of Understanding.

## Conclusioni

Pur dopo l'intervento forte dell'Unione per ristabilire un ambiente finanziario sano, permangono problemi di finanza pubblica in tutta l'area europea. Nel bollettino di Marzo 2011, a un anno dallo scoppio della crisi greca, la Banca Centrale Europea sottolinea come la situazione nel complesso si sia stabilizzata, pur rimanendo poco solida; il timore per le sorti dei paesi europei è rivelato dalle tensioni sul mercato dei titoli di Stato, richiedendo quindi ancora uno sforzo da parte dei governanti nell'impegno di risanare la situazione dei conti pubblici e di prendere ulteriori misure di risanamento. In generale, viene imposto che i piani per i periodi successivi al 2011 contengano indicazioni concrete basate essenzialmente sul contenimento della spesa strutturale e sulle riforme del sistema pensionistico e sanitario.

La raggiunta stabilità è testimoniata dagli stessi dati presentati dalla BCE: dopo la crescita del biennio 2008-2009, il deficit delle amministrazioni pubbliche è rimasto invariato nel 2010 al 6,3% del PIL. Il debito pubblico invece continua la sua crescita, raggiungendo l'84,1%, con previsioni di crescita (fino all'87,1% nel 2012). I dubbi sulla situazione di bilancio europea sono sottolineati soprattutto dal mercato finanziario, in particolare dall'andamento dei tassi sul debito dei paesi più deboli: le richieste degli operatori vanno verso premi sempre più alti, innescando una spirale distruttiva che non fa che aggravare la sostenibilità dei debiti stessi.

**Figura 1. Differenziale rispetto al rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi**



Dati giornalieri in punti base; rilevazioni 1 Ottobre 2009-2 Marzo 2011

*Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.*

Focalizziamo la nostra attenzione sull'Irlanda: la sua situazione alla luce del supporto UE-FMI appare migliore di quanto preventivata, confermando quindi la positività degli sforzi presi dal governo celtico in attuazione degli accordi.

Nel quadro così delineato, diventa impossibile per molti paesi applicare i mandati del Patto di Stabilità e Crescita. La peggiore preoccupazione, alla base delle Procedure per Disavanzi Eccessivi, è l'inefficacia delle decisioni politiche dei paesi membri: alcuni non hanno sfruttato il miglioramento economico del 2010 per risanare la propria situazione; manca l'affidabilità nelle manovre decise dai vari governi per il risanamento dei conti pubblici, che in molti casi non seguono le raccomandazioni del Consiglio. Dall'osservazione dei dati sui saldi primari, possiamo osservare come molti Stati membri abbiano registrato avanzi primari consistenti per anni, senza sfruttare la situazione positiva che permetteva un miglioramento delle situazioni di bilancio; con la crisi ora si trovano a dover accumulare saldi più ampi: la speranza è che nel futuro questo possa essere fatto tramite opportuni incentivi di bilancio e una sorveglianza migliore da parte della Comunità.

**Tabella 1. Procedure per disavanzi eccessivi nei paesi dell'area euro**

(dati in percentuali del PIL)

	Stato di Bilancio per il 2010	Inizio	Scadenza	Correzione strutturale media annua raccomandata
Belgio	-4,8	2010	2012	0,75
Germania	-3,7	2011	2013	>0,5
Estonia	-1,0	-	-	-
Irlanda	-32,3	2010	2015	2
Grecia	-9,6	2010	2014	>10 complessivamente nel periodo 2009-2014
Spagna	-9,3	2010	2013	>1,5
Francia	-7,7	2010	2013	>1
Italia	-5,0	2010	2012	>0,5
Cipro	-5,9	2010	2012	1,5
Lussemburgo	-1,8	-	-	-
Malta	-4,2	2010	2011	0,75
Paesi Bassi	-5,8	2011	2013	0,75
Austria	-4,3	2011	2013	0,75
Portogallo	-7,3	2010	2013	1,25
Slovenia	-5,8	2010	2013	0,75
Slovacchia	-8,2	2010	2013	1
Finlandia	-3,1	2010	2011	0,5

*Fonte: esercizio previsto dell'autunno 2010 della Commissione europea (colonna1) e raccomandazioni formulate dal Consiglio Ecofin (colonna 2,3 e 4)*

In conclusione alla nostra analisi, l'efficacia delle politiche europee è rimessa solo al giudizio del tempo: alla data in cui scriviamo, possiamo affermare con sicurezza come tutti gli interventi comunitari abbiano avuto un effetto decisamente molto positivo, normalizzando situazioni potenzialmente esplosive come quella irlandese e portoghese. L'idea e la presenza di un meccanismo di salvataggio dei debiti sovrani,

pur se affetto sempre dal rischio di moral hazard, può essere la vera risposta all'esigenza di stabilità che il mondo economico ricerca per rispondere agli effetti di una crisi sempre più forte: il caso italiano e la debolezza del governo spagnolo, se si verificasse un vero aggravamento, solamente grazie all'EFSF e all'EFSM potranno ricostruire le loro economie e continuare a contribuire alla forza e alla solidità dell'Euro.

## Bibliografia

**Assante F.; Colonna M.; Di Taranto G.; Lo Giudice G.** (2000) *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi

**Banca Centrale Europea** (2008), I dieci anni del Patto di Stabilità e Crescita in *Bollettino Ottobre 2008*, BCE

**Banca Centrale Europea** (2010), L'efficacia delle politiche di bilancio dell'area Euro in *Bollettino mensile Luglio 2010* pagg. 73-102, BCE

**Banca Centrale Europea** (2011a), La crisi finanziaria e il rafforzamento della cooperazione mondiale sul piano delle politiche in *Bollettino mensile Gennaio 2011*, BCE

**Banca Centrale Europea** (2011b), *Andamenti economici e monetari* in *Bollettino Mensile Marzo 2011* pagg. 96-103, BCE

**Banca Centrale Europea** (2011c), La riforma della governance economica nell'area Euro: elementi essenziali in *Bollettino mensile Marzo 2011*, BCE

**Blanchard, O. – Amighini, A. – Giavazzi, F.** (2010), *Macroeconomia – Una prospettiva europea*, il Mulino

**Cellini, R.** (2004), *Politica economica – Introduzione ai modelli fondamentali*, McGraw Hill

**Commissione Europea** (2009), Public Finance in EMU 2009, *European Economy*

**Commissione Europea** (2010), *Commission Staff working document accompanying the report from the Commission on the implementation of Macro – Financial Assistance to third countries in 2009*

**Consiglio Europeo** (2002), *Council Regulation 332/2002 establishing a facility providing medium – term financial assistance for Member State’s balances of payments*, Official Journal of the European Union

**Consiglio Europeo** (2009), *Council decision 2009/459 providing Community medium – term financial assistance for Romania*, Official journal of the European Union

**Consiglio Europeo** (2010a), *Council Regulation No 407/2010 establishing a European financial stabilisation mechanism*, Official Journal of the European Union

**Consiglio Europeo** (2010b), *Council recommendation with a view to bringing to an end the situation of an excessive deficit in Ireland*

**Consiglio Europeo** (2011), *Council Decision 2011/288 providing precautionary EU medium – term financial assistance for Romania*, Official Journal of the European Union

**Ebrd (European Bank for Reconstruction and Development)** (2006), *“Transition Report 2006”*(and previous issues), London, Ebrd

**Economist Intelligent Unit** (vari anni), *“Economies in transition- Eastern Europe and the former Soviet Union- Regional overview”*, London



**EFSF** (2010), EFSF Framework Agreement, *EFSF*

**EFSF** (2011a), Newsletter January 2011, *EFSF*

**EFSF** (2011b), Newsletter N°1, *EFSF*

**EFSF** (2011c), Newsletter N°2, *EFSF*

**Fortis, M- Quadrio Curzio, A.** (2010), *“L’Europa allargata, l’Est e l’Italia”*, il Mulino

**Giavazzi, F. – Spaventa, L.** (1988), *High Public Debt: The Italian Experience*,  
Cambridge University Press

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/)

<http://www.bancaditalia.it>

<http://www.ecb.int>

<http://www.efsf.europa.eu>

**Irlanda, Commissione Europea** (2010a), *Technical Memorandum of Understanding*

**Irlanda, Commissione Europea** (2010b), *Memorandum of Understanding on specific  
economic criteria*

**Irlanda, Commissione Europea** (2010c), *Memorandum of Economic and Financial  
Policies*

**Mishkin, F. S. – Easkins, G. S. – Forestieri, G.** (2010), *Istituzioni e mercati  
finanziari*, Pearson

**Kekic, L.** (2006), *“Foreign direct investment and development constraints in the Balkans”*, presentato alla conferenza internazionale “Regional Cooperation, Peace-Enforcement and the Role of the Treaties in the Balkans”

**Mankiw, G. N. – Taylor, M. P.** (2009), *Macroeconomia*, Zanichelli

**Marani, G.- Canale, R. R.- Napolitano, O.- Foresti, P.** (2008), *“Politica economica- la teoria e l’Unione Europea”*, Hoepli

**Romania, Commissione Europea** (2009a), *Memorandum of Understanding between the European Community and Romania*

**Romania, Commissione Europea** (2009b), *Supplemental Memorandum of Understanding (First Addendum to the Memorandum of Understanding) between the European Union and Romania*

**Romania, Commissione Europea** (2011), *Memorandum of Understanding between the European Union and Romania*

**Roncaglia, A** (2001), *La ricchezza delle idee. Storia del pensiero economico*, Laterza

**Rossi, S.** (2007), *“La politica economica italiana 1968-2007”*, Editori Laterza

**Sibert, A.** (2010), *“The EFSM and the EFSF: Now and what follows”*, Directorate general for internal policies- Policy department A: economic and scientific policies –Economic and Monetary affairs

**Uribe, M.** (2002), A fiscal theory of sovereign risk, *European Central Bank Working Paper Series*

**Uvalic, M.** (2006), "*National systems of research and technological development in the western Balkans countries*", Report preparato per il ministro della Slovenia dell'Educazione Universitaria, la Scienza e la Tecnologia all'interno del progetto EUFP6 See-Era.net