

XVI legislatura

**A.S. 2171:**

**"Conversione in legge del decreto-legge 10 maggio 2010, n. 67, recante disposizioni urgenti per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'area euro"**

Maggio 2010

n. 80



servizio del bilancio  
del Senato

nota di lettura

## Servizio del Bilancio

**Direttore** dott. Clemente Forte

tel. 3461

## Segreteria

tel. 5790

## Uffici

### **Documentazione degli effetti finanziari dei testi legislativi**

dott.ssa Chiara Goretti

tel. 4487

### **Verifica della quantificazione degli oneri connessi a testi legislativi in materia di entrata**

dott. Luca Rizzuto

tel. 3768

### **Verifica della quantificazione degli oneri connessi a testi legislativi in materia di spesa**

dott. Renato Loiero

tel. 2424

Il presente dossier è destinato alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari.

Si declina ogni responsabilità per l'eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge.

# INDICE

<i>Articolo 1</i> .....	1
<i>Articolo 2</i> .....	1
<i>Articolo 3</i> .....	8
<i>Articolo 4</i> .....	9
<b>ALLEGATO 1: SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DELLA GRECIA ED INTERVENTI</b> .....	<b>10</b>
1. <i>Il quadro di finanza pubblica della Grecia</i> .....	10
2. <i>La crisi finanziaria</i> .....	13
3. <i>Gli interventi internazionali e le riforme interne</i> .....	16
4. <i>Il contributo dell'Italia</i> .....	21
5. <i>Le proposte di modifica del Patto di Stabilità e Crescita</i> .....	22
5.1. <i>Il rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche e la sorveglianza più ampia sugli squilibri macroeconomici</i> .....	24
5.2 <i>L'istituzione del Semestre europeo</i> .....	26
5.3. <i>Un solido quadro istituzionale per la gestione delle crisi</i> .....	28
<b>ALLEGATO 2: GLOSSARIO</b> .....	<b>29</b>

## *Articolo 1*

L'articolo stabilisce che le disposizioni del presente decreto si applicano con riferimento al programma triennale di sostegno finanziario mediante prestiti bilaterali alla Grecia, definito ai sensi della dichiarazione dei Capi di Stato e di Governo degli Stati membri dell'Unione europea facenti parte dell'area euro assunta a Bruxelles il 25 marzo 2010 e delle conseguenti decisioni dell'Eurogruppo adottate l'11 aprile e il 2 maggio 2010.

**La RT** ribadisce che l'operazione finanziaria proposta tiene conto del programma triennale di sostegno finanziario (*Intercreditor Agreement*) mediante prestiti bilaterali agli Stati membri (in particolare alla Grecia), definito ai sensi della dichiarazione dei Capi di Stato e di Governo degli Stati membri dell'Unione Europea, facenti parte dell'area euro, assunta a Bruxelles il 25 marzo 2010 e delle conseguenti decisioni dell'Eurogruppo adottate l'11 aprile e il 2 maggio 2010.

**Al riguardo**, non vi sono osservazioni.

## *Articolo 2*

Il comma 1 prevede che con decreti del Ministro dell'economia e delle finanze è disposta per la durata del programma triennale di

sostegno finanziario alla Grecia di cui all'articolo 1 l'erogazione di prestiti in favore della Grecia fino al limite massimo complessivo di euro quattordici miliardi e ottocento milioni a condizioni conformi a quelle definite con le deliberazioni assunte dai Capi di Stato e di Governo dell'area euro e dai rispettivi Ministri delle finanze ai sensi dell'articolo 1.

**La RT** segnala che è prevista l'erogazione da parte dell'Italia di prestiti in favore dei suddetti Stati, sino al limite massimo complessivo di euro 14 miliardi e 800 milioni nei tre anni del citato programma (la cui decorrenza non è correlata ad anni solari ma alla partenza del programma).

L'ammontare del suddetto contributo è determinato applicando il parametro del 18,42% alla somma di 80 miliardi di euro che rappresenta il tetto complessivo dell'accordo indicato all'articolo 1.

La suddetta percentuale, precisa **la RT**, è stata determinata sulla base della quota di partecipazione italiana al capitale della BCE.

**Al riguardo**, nulla da osservare.

Il comma 2 stabilisce che, in relazione a ciascuno dei prestiti di cui all'articolo 1, le risorse necessarie per finanziare le relative operazioni di prestito sono reperite mediante le emissioni di titoli di Stato a medio-lungo termine, destinando a tale scopo tutto o parte del netto ricavo delle emissioni stesse. Tali importi non sono computati nel limite massimo di emissione di titoli di Stato stabilito dalla legge di approvazione del bilancio e nel livello massimo del ricorso al

mercato stabilito dalla legge finanziaria. Il Ministro dell'economia e delle finanze è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio.

**La RT** ribadisce che le risorse necessarie per finanziare le relative operazioni di prestito saranno reperite mediante le emissioni di titoli di Stato, aggiuntive rispetto a quelle previste nei documenti di finanza pubblica per il triennio medesimo. Di conseguenza, tali importi non sono computati nel limite massimo di emissione di titoli di Stato stabilito dalla legge di approvazione del bilancio e nel livello massimo del ricorso al mercato stabilito dalla legge finanziaria.

La relazione illustrativa afferma che secondo quanto deciso dall'Eurogruppo se l'importo complessivo dei prestiti su base triennale ammonterà a 80 miliardi di euro, 30 miliardi saranno erogabili nel primo anno del programma.

**Al riguardo**, per i profili di copertura, pur considerando che il dispositivo prevede ad autorizzare l'emissione di un ammontare di titoli a medio lungo termine espressamente in "deroga" al limite massimo del ricorso al mercato già scontato a legislazione vigente, e che il meccanismo del ricorso al Titolo IV si presenta in termini diversi rispetto al disegno di legge di conversione del D.L. n. 155 del 2008, laddove era previsto, all'articolo 1-*bis* la possibilità di concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche, occorre soffermarsi sull'ipotizzabile impatto che il programma di emissioni aggiuntivo potrebbe produrre sulle emissioni invece già in calendario, alterandone il grado di effettiva collocabilità sui mercati e, in tal

senso, modificandone anche, in termini peggiorativi, il tasso di onerosità.

In tal senso, sebbene infatti il dispositivo provveda ad autorizzare le emissioni *ad hoc* di cui trattasi, "sotto linea" rispetto alle emissioni da considerarsi già autorizzate dalla legislazione vigente, occorre però valutare se il collocamento sui mercati delle citate emissioni sia suscettibile di influire anche sull'onerosità delle emissioni ordinarie già programmate, determinando, in tal modo, effetti aggiuntivi sulla spesa in conto interessi per il bilancio dello Stato che non possono essere considerati come già scontati nell'ambito degli stanziamenti a legislazione vigente<sup>1</sup>.

Il comma 3 prevede che qualora non si renda possibile procedere mediante le ordinarie procedure di gestione dei pagamenti all'erogazione dei prestiti nei termini concordati, in conformità alle deliberazioni di cui all'articolo 1, i decreti del Ministro dell'economia e delle finanze che dispongono l'erogazione dei prestiti in favore della Grecia autorizzano il ricorso ad anticipazioni di tesoreria la cui regolarizzazione, con l'emissione di ordini di pagamento sul pertinente capitolo di spesa, è effettuata entro il termine di novanta giorni dal pagamento.

**La RT** ribadisce che tenuto conto dell'urgenza dell'attivazione del prestito, è altresì previsto che, qualora non si renda possibile procedere mediante le ordinarie procedure, può essere autorizzato dal MEF il ricorso ad anticipazioni di tesoreria, la cui regolarizzazione

---

<sup>1</sup> Per l'anno in corso, ai sensi delle decisioni assunte in sede europea, l'impegno finanziario dell'Italia dovrebbe attestarsi in 5,5 mld di euro a fronte di 30 complessivi.

potrà effettuarsi con l'emissione di ordini di pagamento su un pertinente capitolo di spesa.

Il tasso di interesse dei prestiti in favore della Grecia, pagato trimestralmente (il 15 marzo, giugno, settembre e dicembre di ciascun anno) sarà pari al tasso EURIBOR a tre mesi incrementato di 300 punti base (3%) nei primi tre anni e di 400 punti base a partire dal quarto anno. A tale interesse si aggiunge una commissione di 50 punti base, che sarà dedotta anticipatamente dall'ammontare di ciascuna rata di prestito.

Prendendo come tasso EURIBOR di riferimento quello attualmente vigente pari allo 0,65% l'interesse annuo pagato trimestralmente dalla Grecia risulterebbe pari al 4,15% nei primi 3 anni e 5,15 per i periodi successivi. Tali tassi sono superiori rispetto all'attuale costo di provvista del Tesoro italiano, che nel primo quadrimestre del 2010 è complessivamente stato inferiore al 2%.

**La RT** riferisce inoltre che gli interessi attivi sul prestito saranno ampiamente superiori a quelli corrisposti sul debito emesso per ricostituire la liquidità cui si attingerà, in prima battuta, attraverso le anticipazioni di tesoreria.

**Al riguardo**, per i profili metodologici e contabili, occorre anzitutto considerare che il dispositivo autorizza, se necessario, anche alla apertura di anticipazioni di tesoreria ai fini della corresponsione delle quote del finanziamento in questione, allorché non si renda possibile operare mediante le procedure ordinarie, e sempre che la relativa regolarizzazione del sospeso avvenga entro, e non oltre, i novanta giorni.



In proposito, va verificato se ciò integri una espressa deroga al divieto previsto all'articolo 5, comma 1, del decreto legislativo 30 dicembre 2003, n. 396, in relazione alla disciplina del conto disponibilità presso la banca d'Italia.

In proposito, andrebbe altresì chiarita quale sia l'imputazione di bilancio che sarà prevedibilmente coinvolta nella regolarizzazione della suddetta anticipazione. Andrebbero a tal fine, fornite anche rassicurazioni circa la compatibilità della citata previsione di anticipo con l'andamento del fabbisogno di cassa da considerare già scontato a legislazione vigente, di cui il conto disponibilità intrattenuto con la Banca d'Italia, come è noto, costituisce componente di copertura.

In particolare, per i profili di copertura, a fronte dell'eventualità che detta anticipazione possa determinare effetti aggiuntivi sul fabbisogno già previsto a l. v., sotto il profilo della sua formazione, l'onere da considerare in corrispondenza ai 90 giorni di "scoperto" può essere supposto all'incirca pari a quello da sostenersi per le emissioni a "breve" aggiuntive che si renderanno necessarie per la relativa copertura da assicurare al fabbisogno<sup>2</sup>.

Altro aspetto da considerare è invece quello relativo ai profili direttamente economici della operazione finanziaria sinteticamente analizzata dalla RT, da cui emergerebbe una chiara proficuità dell'operazione, considerato il differenziale di interessi tra la quota d'oneri corrisposta dalla Grecia e la quota d'oneri relativa alle emissioni della Repubblica italiana.

---

<sup>2</sup> In proposito, si segnala che l'articolo 5, comma 7, primo periodo del decreto legislativo 30 dicembre 2003, n. 396 prescrive che laddove il saldo del conto disponibilità risulti inferiore a 15,49 mld di euro, il Ministro, entro tre mesi dovrà ricostituire il predetto importo. Ne segue che il medesimo conto disponibilità, alla luce della disciplina vigente, si configura al contempo, ora come strumento di copertura ora, all'occorrenza, quale fattore di concorso alla "formazione" del fabbisogno di cassa del settore statale, in presenza dell'esigenza di ricostituirne l'ammontare minimo previsto dalla legislazione vigente.

In tal senso, venendo agli aspetti di quantificazione, posto pure che il tasso di interesse trimestrale riferibile al collocamento del debito alla Grecia appare verosimilmente aggirarsi intorno al 5 per cento, andrebbero fornite comunque rassicurazioni circa l'effettiva corrispondenza della onerosità media futura indicata invece per le emissioni del debito della Repubblica italiana che si attesterebbe, secondo la RT, al 2 per cento<sup>3</sup>.

Un'ultima annotazione merita infine il richiamo alle caratteristiche contabili delle emissioni della Repubblica italiana destinate a finanziare il prestito alla Grecia, laddove il dispositivo si richiama espressamente alla emissione di titoli a medio e lungo termine (CCT e BTP), salvo prevedere poi la temporanea "anticipazione" degli importi attingendo alla liquidità del Tesoro (effetti su liquidità ed emissioni di BOT).

E' chiaro, infatti, che l'emissione di titoli del debito c.d. "patrimoniale" (medio-lungo termine) costituisce l'unica soluzione ipotizzabile di mezzi di "bilancio" in coerenza con la disciplina contabile vigente (il titolo IV, "accensione prestiti"), mentre l'indebitamento a breve (BOT) non dovrebbe, a rigore, che costituire uno strumento di sussidio della gestione di tesoreria, a "supporto" della gestione del bilancio per i momentanei squilibri che essa ingenera.

---

<sup>3</sup> In proposito, occorre infatti considerare che il programma di emissioni relative al II trimestre 2010 indica, in corrispondenza alle emissioni di soli BTP 15/01/2010 –15/04/2011, mostra una cedola pari a 3,00%, mentre i BOT del primo trimestre hanno registrato un rendimento che va dallo 0,57% della scadenza a tre mesi allo 0,90% di quella ad un anno. Le ultime aste dei BOT hanno fatto registrare un incremento del rendimento all'1,442 %, con un più 0,50 % rispetto alle aste precedenti. Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, Dipartimento del Tesoro, Direzione generale del Debito Pubblico, *Bollettino Trimestrale N° 45* – Aprile 2010

### *Articolo 3*

L'articolo prevede che i rimborsi del capitale derivanti dalle operazioni di prestito di cui all'articolo 2 siano versati ad apposito capitolo di entrata del bilancio dello Stato per essere destinati al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. I relativi interessi sono versati invece ad apposito capitolo dello stato di previsione dell'entrata del bilancio dello Stato, per essere riassegnati ai pertinenti capitoli di bilancio ai fini del pagamento degli interessi passivi sui titoli di Stato.

**La RT** ribadisce che il dispositivo opererà tramite il versamento in entrata degli interessi attivi e la successiva rassegna su appositi capitoli di spesa per il pagamento degli interessi sulle emissioni di debito pubblico.

In termini analoghi, i rimborsi del capitale derivanti dalle operazioni di prestito saranno invece versati all'apposito capitolo di entrata del bilancio dello Stato per essere destinati al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

**Al riguardo**, andrebbero fornite indicazione sulla articolazione cronologica degli effetti sia delle operazioni di concessione del prestito che delle emissioni di titoli, sia per la componente di restituzione del capitale che per la parte interessi.

#### *Articolo 4*

L'articolo stabilisce che i decreti di cui all'articolo 2 sono comunicati al Parlamento e alla Corte dei conti entro 15 giorni dall'adozione. Il Ministro dell'economia e delle finanze riferisce al Parlamento in seguito a ciascuna erogazione dei prestiti di cui all'articolo 2.

**La RT** non si sofferma sul dispositivo.

**Al riguardo,** non ci sono osservazioni.

**ALLEGATO 1:**  
**SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DELLA GRECIA ED**  
**INTERVENTI**

## **1. Il quadro di finanza pubblica della Grecia**

La crisi che ha colpito negli ultimi mesi la Grecia appare avere radici profonde nelle politiche di finanza pubblica adottate dal Paese negli ultimi anni. Già in prossimità dell'adozione dell'euro, la Grecia viene chiamata dalle istituzioni europee al contenimento delle spese e ad un'oculata gestione nella finanza pubblica, tanto che la stessa aderisce all'euro solo nel 2001, alcuni anni dopo la costituzione dell'unione monetaria da parte del primo gruppo di Paesi.

Dopo l'adozione della moneta unica emergono una serie di nuove criticità. A partire dal 2005, la Commissione Europea ed Eurostat esprimono riserve circa la qualità delle statistiche greche, valutate di livello inferiore a quello degli altri membri dell'Unione Europea. I problemi principali evidenziati riguardano l'inconsistenza dei dati riportati dalle autorità nazionali di statistica, confermata dalla revisione dell'indebitamento netto degli anni 2002 e 2003 operata dalle autorità greche nel marzo del 2005. La revisione rivela, in particolare, l'assenza di chiarezza circa i criteri utilizzati nella rendicontazione dei dati riguardanti i fondi di sicurezza sociale, la mancata imputazione delle spese ospedaliere relative ad esercizi passati ma regolate successivamente e le transazioni con la UE<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Eurostat News Release 120/2005 of 26 September 2005.

A seguito dei miglioramenti intervenuti in risposta ai rilievi sollevati dall'Unione Europea, nel 2006 Eurostat ritira le riserve espresse nel 2005.

Nuovi dubbi sui conti presentati dalla Grecia vengono presentati da Eurostat nell'aprile 2008. Ancora una volta viene rilevata una copertura informativa insufficiente in relazione ai fondi fuori bilancio, ai fondi a disposizione degli enti locali e ai fondi per la sicurezza sociale. Le autorità europee sottolineano, per il 2007, una discrepanza statistica dello 0,6 per cento del PIL. Soltanto in ottobre le autorità greche chiariscono le criticità rilevate da Eurostat, che ritira le proprie riserve.

Gli stessi problemi si ripresentano nell'ottobre 2009. Nell'ambito della trasmissione di informazioni necessarie al monitoraggio dei conti pubblici, le autorità greche rivedono i dati sul deficit del 2008, che passa dal 5 per cento al 7,7 in rapporto al PIL. Nella stessa occasione vengono riviste anche le stime per il 2009, con un consistente incremento dell'indebitamento netto che passa dal 3,7 per cento al 12,5 del PIL.

Un rapporto della Commissione Europea pubblicato nello scorso gennaio sottolinea che "revisioni di questa portata dei deficit stimati da precedenti esecutivi sono state estremamente rare negli altri Stati membri della UE, ma in diverse occasioni sono avvenuti in Grecia". Sempre secondo la Commissione Europea, le criticità nelle statistiche sui conti pubblici originano da un lato dalla debolezza metodologica e dalle insoddisfacenti procedure utilizzate dall'istituto di statistica nazionale; dall'altro sono il risultato di una *governance* inappropriata nelle strutture coinvolte nella rilevazione e analisi dei conti pubblici,

caratterizzata dalla mancanza di chiare responsabilità; di mancata collaborazione tra le istituzioni incaricate della gestione della finanza pubblica e quelle preposte alla compilazione delle statistiche; nonché dalla mancanza di un meccanismo di *accountability* relativamente ai dati comunicati ai fini della procedura di sorveglianza.<sup>5</sup>

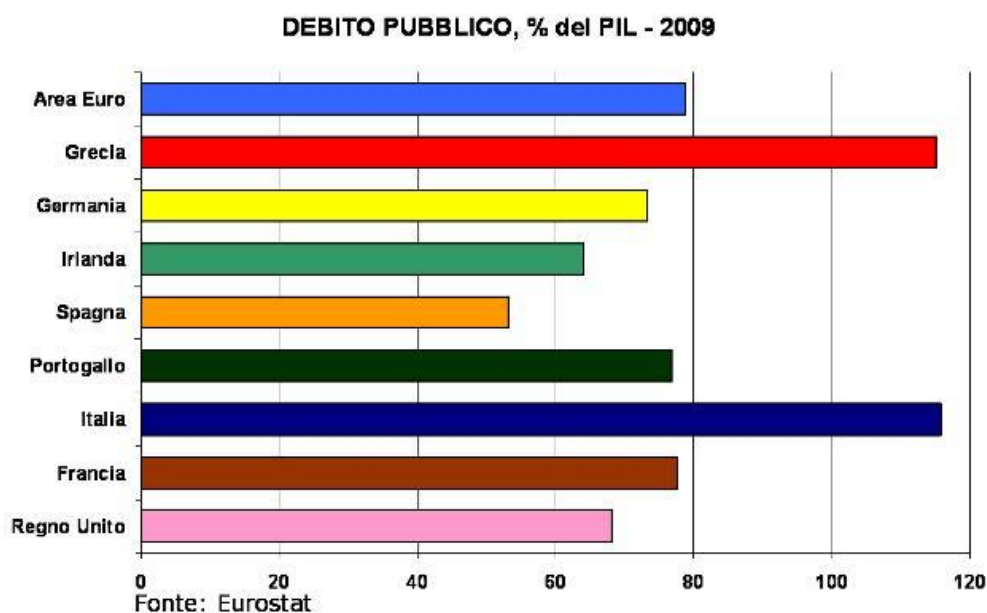
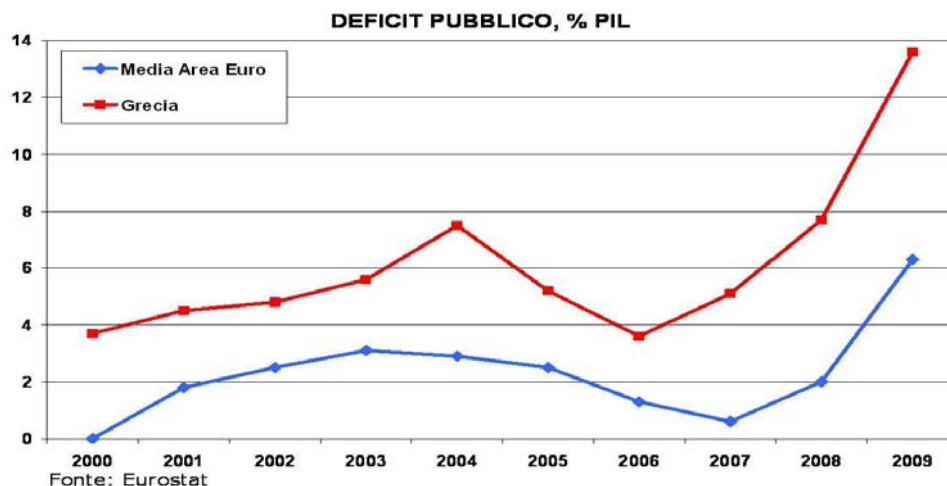
Al fine di realizzare una gestione responsabile della finanza pubblica, le autorità greche sono chiamate a mettere in atto procedure trasparenti e affidabili, garantendo allo stesso tempo una revisione della struttura istituzionale che tuteli l'indipendenza dell'istituto di statistica nazionale.

La nota divulgata dal Ministero dell'Economia e Finanze della Grecia<sup>6</sup>, sottoposta all'Unione Europea e al Fondo Monetario Internazionale, evidenzia sinteticamente lo stato attuale dei conti pubblici. I dati mostrano una spesa pubblica pari al 50 per cento del PIL, con un indebitamento netto pari al 13,6 per cento, una contrazione del PIL reale del -2 per cento, un'inflazione sostenuta e un debito pubblico pari al 115 per cento del PIL.

---

<sup>5</sup> Commissione europea, *Report on Greek Government deficit and Debt Statistics*, Gennaio 2010.

<sup>6</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Note on the Economic Policy Programme relating to the Eurogroup and the IMF support mechanism*.



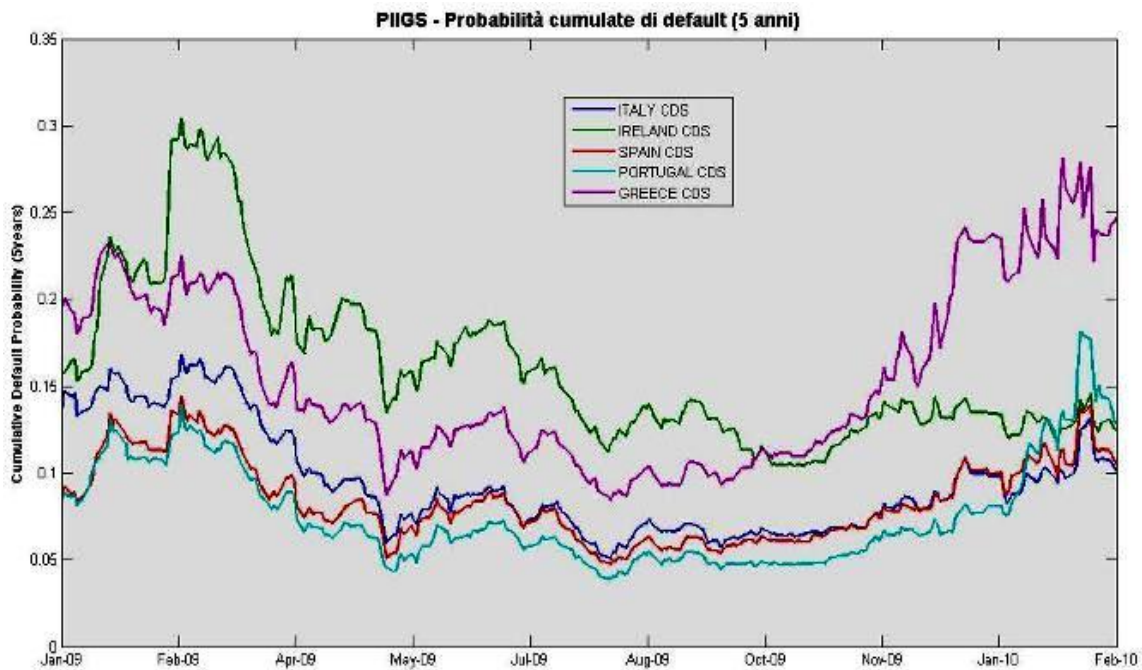
## 2. La crisi finanziaria

Le difficoltà fiscali si sono trasformate, sotto la pressione degli eventi internazionali, in sollecitazioni negative sui mercati finanziari, prefigurando una possibile crisi finanziaria del Paese.

Le criticità fin qui riportate possono essere comprese guardando al comportamento dei *Credit Default Swap* (CDS), strumenti assimilabili ai contratti di assicurazione contro il rischio di mancato rimborso di un titolo finanziario. Il grafico seguente mostra, per il



periodo che va dal gennaio 2009 al febbraio 2010, l'andamento della probabilità di *default* a 5 anni per i titoli del debito greco e di alcuni Paesi dell'Unione europea.



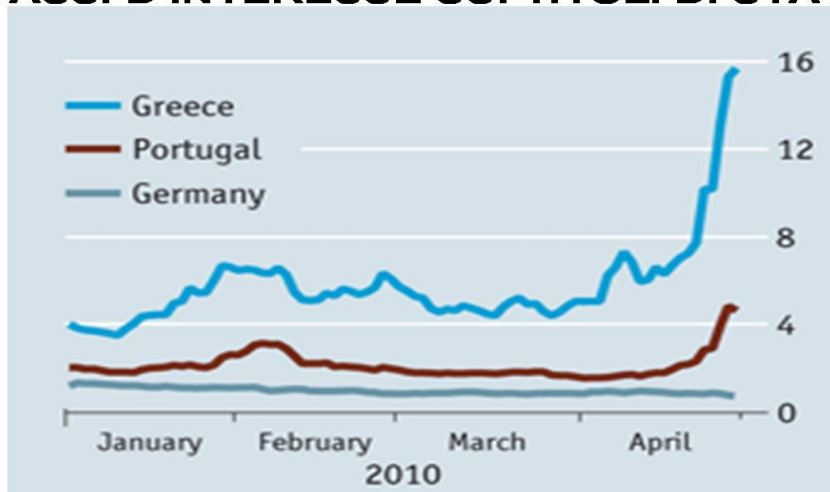
Fonte: Depository Trust and Clearing Corporation (<http://www.dtcc.com/>)

Le revisioni operate sui conti pubblici si riversano così sulle aspettative degli investitori finanziari. In una situazione caratterizzata da un debito che aumenta più del previsto a fronte di un'economia che non cresce, gli investitori iniziano a temere che la Grecia non sia in grado di onorare i suoi debiti.

A fine aprile 2009, il costo per assicurare 100 euro in titoli greci è pari a 9,75 euro circa, complessivamente in linea con gli altri Paesi. Dopo l'intervento di *Standard & Poors*, che il 27 aprile declassa il *rating* della Grecia, la percezione dei mercati della probabilità di *default* ad un anno si modifica, aspetto riflesso dall'aumento del premio di assicurazione che, in riferimento ai 100 euro di titoli greci, passa a 21,50 euro.

Un altro indicatore degli effetti delle criticità rilevate in precedenza è rappresentato dallo *spread* tra i titoli di Stato greci e i titoli emessi da uno Stato *benchmark*, come i *Bund* tedeschi. Le tensioni osservate nei prezzi dei CDS sono rilevabili anche per questo caso, con il differenziale che nei giorni successivi all'intervento di *Standard & Poors* arriva a toccare quasi il 7 per cento, mentre all'inizio dell'anno era intorno al 2,5 per cento. I maggiori rischi cui sono sottoposte le finanze pubbliche spingono gli investitori a richiedere un tasso di interesse più elevato per acquistare i titoli di stato greci.

#### TASSI D'INTERESSE SUI TITOLI DI STATO



Fonte: Economist

Le forti tensioni registrate dai mercati finanziari, unite alla necessità di rifinanziare in tempi molto stretti parte del proprio debito, rendono pertanto inevitabile la richiesta di aiuto da parte delle autorità elleniche<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Discorso del Premier Papandreou del 23 aprile 2010.

### **3. Gli interventi internazionali e le riforme interne**

Al fine di salvaguardare l'accesso al mercato da parte della Grecia, l'Unione Europea attiva il 2 maggio un sostegno alla stabilità per il tramite di prestiti bilaterali raccolti a livello centrale dalla Commissione Europea secondo le condizioni fissate nella riunione del Consiglio Europeo del 11 aprile 2010.

Il pacchetto messo a punto in quella occasione mette a disposizione della Grecia un piano triennale da 110 miliardi di euro, risorse destinate a far fronte al fabbisogno finanziario del Paese. Il piano, in comune con il FMI, prevede un contributo degli Stati membri della UE pari a 80 miliardi di euro, di cui 30 nel primo anno.

La concessione del sostegno finanziario è assoggettata al rispetto di un programma negoziato tra le autorità greche, la Commissione (sulla scorta delle indicazioni fornite dal Consiglio Europeo) e il FMI.

Sulla base degli accordi presi, la Grecia vara nei primi giorni di maggio un piano che incide direttamente e in modo drastico sul bilancio pubblico<sup>8</sup>. Questo piano di rientro di circa 30 miliardi ha l'obiettivo di riportare il deficit dall'attuale 13,6 per cento al di sotto del 3 per cento nel 2014, di modo da far iniziare la discesa del debito pubblico. Lo sforzo fiscale necessario a raggiungere questi obiettivi è nell'ordine di 11 punti di PIL fino al 2013, con un aumento di 4 punti di PIL delle entrate e una riduzione di -7 punti percentuali della spesa pubblica.

---

<sup>8</sup> Nota sul Programma di Politica Economica relativo al Meccanismo di Supporto da parte dell'Eurogruppo e del Fondo Monetario Internazionale, 2 maggio 2010.

In particolare, il piano è strutturato in tre parti: la manovra di aggiustamento<sup>9</sup>, gli interventi per favorire la competitività e la crescita e gli interventi sul sistema finanziario.

Riforma estremamente significativa è quella prevista per il mercato del lavoro, dove si pone maggiore attenzione alla flessibilità e alla riduzione dei costi del lavoro straordinario, con l'introduzione di limiti annuali all'orario di lavoro. La stessa riforma si accompagna alla ristrutturazione delle misure di protezione sociale e ad un intervento a favore sia dei giovani disoccupati, che di quelli di lunga data caratterizzato da un nuovo salario minimo e dalla protezione delle forme di impiego *part time*.

Particolare rilevanza viene posta al tema della competitività del sistema economico. Le misure adottate si sostanziano nella semplificazione delle procedure e dei ritardi nell'apertura di nuove attività; nella riduzione degli oneri amministrativi per le imprese; nella liberalizzazione delle professioni e dei trasporti; nella liberalizzazione del comparto energia; nella predisposizione di una nuova legge di

---

<sup>9</sup> La manovra di aggiustamento prevede incrementi delle aliquote IVA (dal 21 al 23 per cento e dal 10 all'11 per cento), l'aumento delle accise su carburante, su sigarette e alcolici, una stretta della tassazione sui beni di lusso, la tassazione degli edifici costruiti in mancanza delle necessarie autorizzazioni, delle retribuzioni in natura e sull'incremento dei valori immobiliari. Allo stesso modo sono previste tassazioni specifiche per le aziende con elevati profitti. Sul lato del contenimento della spesa, il piano presenta interventi molto incisivi sulle retribuzioni e sulla spesa pensionistica, che rappresentano il 75 per cento circa delle spese statali. Per il pubblico impiego si registra il blocco delle retribuzioni, le mensilità aggiuntive (tredicesima e quattordicesima) per i dipendenti pubblici sono fissate a 500 euro e vengono totalmente eliminate nel caso di retribuzioni superiori ai 3000 euro. Le misure volte al contenimento della spesa pensionistica si collocano in una più vasta riforma previdenziale. Le spese per pensioni vengono ridotte attraverso l'istituzione di un tetto alle indennità realizzabili in occasione della Pasqua e del Natale, fissate rispettivamente a 200 e 400 euro, per pensioni di importo inferiore ai 2.500 euro con riduzione delle pensioni medio-alte. L'età di pensionamento femminile viene gradualmente innalzata a partire dal 2011, per arrivare a 65 anni al termine del 2013. L'importo delle pensioni erogate viene parametrato alla media delle retribuzioni percepite nell'arco dell'intera vita lavorativa. Sono previsti meccanismi di aggiustamento automatico delle pensioni in base all'aspettativa di vita. Il periodo contributivo minimo aumenta da 37 a 40 anni fino al 2015. Il pensionamento anticipato viene limitato e l'età minima di pensionamento viene alzata a 60 anni. Si prevede inoltre l'introduzione di procedure di riesame delle pensioni di invalidità erogate, la rivisitazione delle categorie professionali usuranti e la riduzione degli istituti di sicurezza sociale.

sviluppo che fornisca la struttura necessaria ad attrarre gli investimenti esteri in settori innovativi come energia verde e telecomunicazioni.

Per il sistema finanziario è previsto il rafforzamento dei controlli e la creazione di un fondo di stabilità. Il piano prevede anche una riforma riguardante le spese degli enti locali, che più volte hanno destato preoccupazioni nell'ambito delle procedure di sorveglianza, cui si accompagna una relativa diminuzione degli investimenti pubblici.

Il piano prevede, inoltre, alcune misure da adottare in relazione al Patto di Stabilità e Crescita. La Grecia si impegna a realizzare un migliore sistema di contabilità a doppia entrata per la spesa nel settore sanitario, un nuovo sistema per l'acquisto di beni e servizi e una riunificazione dei vari sistemi di remunerazione della pubblica amministrazione.

Nonostante l'intervento dell'Unione Europea, dopo l'approvazione del piano di rientro da parte della Grecia, i mercati finanziari si rivelano piuttosto scettici sulla credibilità degli interventi approntati. In particolare, i mercati concentrano la loro attenzione su altri Paesi con elevato debito pubblico, facendo emergere possibili risvolti in termini di contagio che la situazione greca avrebbe potuto comportare.

L'analisi della distribuzione dei titoli del debito pubblico greco mostra che gli istituti bancari greci detengono soltanto una quota pari all'8 per cento, a fronte del 70 per cento (circa 213 miliardi di euro)

detenuto all'estero, prevalentemente in Europa<sup>10</sup>. Da una elaborazione dell'Economist<sup>11</sup> risulta che, per la quota di debito greco detenuta in Europa, il 50 per cento circa è concentrato in istituti di credito europei, maggiormente in Germania e Francia.

Si indebolisce la fiducia degli investitori anche verso altri Paesi europei; i timori di un possibile contagio fanno scendere i corsi azionari delle principali borse europee e le quotazioni dell'euro. Un intervento a sostegno della stabilità finanziaria europea appare non più rinviabile.

Per fugare le incertezze dei mercati, il 9 maggio il Consiglio europeo delibera un nuovo piano (Meccanismo di Stabilizzazione Europeo), che integra il precedente accordo e prevede un intervento senza precedenti dell'Unione Europea (UE), della Banca Centrale Europea (BCE), della Commissione Europea, del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e dei governi dell'area euro.

La BCE è impegnata su diversi fronti<sup>12</sup>. Il suo intervento si sostanzia in primo luogo nell'acquisto di titoli di stato e di obbligazioni societarie sul mercato secondario, rispettando il Trattato dell'Unione Europea che vieta la partecipazione alle aste di assegnazione dei titoli. Obiettivo principale è far scendere i rendimenti e salire i prezzi di quei titoli che nelle ultime settimane avevano raggiunto livelli non sostenibili. L'importo dell'intervento non risulta prestabilito. L'intervento viene inoltre "sterilizzato": a fronte degli acquisti di titoli saranno messi in vendita gli *asset* presenti nel bilancio

---

<sup>10</sup> Fonte: Banca per i Regolamenti Internazionali e Banca di Grecia.

<sup>11</sup> The Economist, 1 maggio 2010.

<sup>12</sup> Bollettino BCE, maggio 2010.

della BCE. In questo modo viene evitata la crescita della base monetaria, nonché l'emersione di pressioni inflazionistiche.

Un secondo intervento si sostanzia nell'approntamento di misure di rifinanziamento al sistema bancario a tasso fisso a tre mesi, che si terranno il 26 maggio e il 30 giugno, con assegnazione dell'ammontare richiesto dalle controparti al tasso prestabilito. Un'operazione di rifinanziamento a sei mesi è invece prevista per il 12 maggio, applicando il tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della sua durata. Queste operazioni non convenzionali tendono ad evitare un prosciugamento della liquidità nel sistema bancario.

Al fine di evitare restrizioni alla liquidità sul mercato del dollaro americano vengono riattivati gli scambi di valute (*swap* valutari) con la Banca Centrale USA. Come già avvenuto in prossimità del fallimento di *Lehman Brothers*, vengono attivate operazioni di liquidità sul dollaro americano con una serie di banche centrali. Le operazioni sono rappresentate da pronti contro termine a sette e ottantaquattro giorni, tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo.

Le conclusioni finali dell'Ecofin del 10 maggio<sup>13</sup> illustrano sinteticamente le misure adottate.

La UE partecipa al piano di concerto con il FMI stanziando un ammontare di risorse pari a 750 miliardi di euro, che andranno a costituire il fondo a disposizione del Meccanismo di Stabilizzazione Europeo. Il piano prevede un incremento nella dotazione dei prestiti e delle linee di credito disponibili, che viene fissata in 60 miliardi dalla

---

<sup>13</sup> MEMO/10/173

UE e per 30 dal FMI. L'obiettivo è fornire una linea di credito ai Paesi in difficoltà, come già fatto negli scorsi mesi per Ungheria, Lettonia e Romania.

L'accesso alle linee di credito sarà subordinato all'attuazione di piani di austerità sui conti pubblici.

La Commissione Europea sottolinea come tali risorse potrebbero essere raccolte emettendo *eurobond*. Viene inoltre preannunciata la creazione di un veicolo speciale (*Special Purpose Vehicle*, SPV) per erogare prestiti, oppure fornire garanzie ai Paesi dell'Eurozona in difficoltà. È la parte più consistente del piano, con l'obiettivo di aiutare i Paesi con problemi a rimborsare i propri debiti in scadenza.

La partecipazione di ciascuno stato membro avverrà pro-rata, a seconda della quota di ciascuno nel capitale della BCE. In totale 440 miliardi verranno corrisposti dall'Eurozona, mentre 220 miliardi dal FMI. L'intervento avrà durata triennale. La completa operatività del programma richiede l'approvazione in parlamento per gli Stati partecipanti.

#### **4. Il contributo dell'Italia**

Nell'ambito dei piani approvati il 2 e il 9 maggio il Governo italiano ha emanato il decreto-legge n. 67 del 10 maggio 2010, recante disposizioni urgenti per la salvaguardia della stabilità dell'area euro, ai sensi di quanto dichiarato dai Capi di Stato e di Governo degli Stati membri dell'Unione Europea negli incontri tenutisi in data 25 marzo, 11 aprile e 2 maggio del 2010. Il decreto, che viene applicato



nell'ambito dei prestiti bilaterali tra i membri dell'area euro, prevede un impegno massimo di 14 miliardi e 800 milioni, pari al 18,42 per cento dell'ammontare complessivo. Le risorse necessarie a finanziare questa operazione saranno reperite attraverso emissioni di titoli a medio e lungo termine, che non entreranno nel computo del limite massimo di emissione di titoli e di ricorso al mercato. In caso di impossibilità nel seguire la suddetta procedura lo stesso Ministro dell'economia può far fronte all'operazione tramite il ricorso ad anticipazioni di tesoreria, regolarizzata entro novanta giorni con l'emissione di ordini di pagamento.

Le modalità di rimborso del prestito saranno stabilite dalla Commissione Europea.

## **5. Le proposte di modifica del Patto di Stabilità e Crescita**

Prendendo atto che la crisi economica internazionale ha evidenziato alcune debolezze dei meccanismi di *governance* delle politiche economiche nell'Unione, la Commissione europea ha pubblicato, il 12 maggio, una Comunicazione sul Rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche (COM(2010)250 final). Confermando la validità del Patto di stabilità e crescita (PSC), la Commissione propone alcune correzioni che ritiene necessarie al fine di evitare il ripetersi di situazioni di tensione finanziaria come quella attuale.

La proposta si basa su tre pilastri, sui quali la Commissione vorrebbe acquisire l'opinione degli Stati membri e del Parlamento europeo:

- rafforzamento del rispetto del Patto di stabilità e crescita e ampliamento della sorveglianza agli squilibri macroeconomici;
- istituzionalizzazione di un semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche, in modo tale che gli Stati membri dispongano di un quadro già coordinato a livello europeo quando preparano il proprio bilancio;
- definizione dei principi che dovrebbero caratterizzare solide istituzioni per la gestione delle eventuali crisi degli Stati membri dell'area euro.

Grande attenzione viene posta sul tema del debito pubblico. Le previsioni fornite dai servizi della Commissione prevedono un livello medio del debito UE per il 2011 pari all'84 per cento del PIL (88 per cento nell'area euro). Guardando a quanto è accaduto negli anni a ridosso della crisi, la Commissione rileva che l'impegno a tenere in ordine i conti non è stato abbastanza forte.

Ulteriori elementi che hanno portato alla situazione attuale vengono individuati nei persistenti divari di competitività e negli squilibri macroeconomici. A partire da una situazione di equilibrio nel 1999, il divario competitivo ha raggiunto il massimo assoluto in prossimità della crisi, con i surplus delle partite correnti che sono arrivati ad un livello del 7,7 per cento del PIL nel 2007 mentre i deficit hanno fatto registrare un peggioramento piuttosto marcato passando dal 3,5 per cento nel 1999 al 9,7 per cento del PIL nel 2007.

La crisi economica e finanziaria ha parzialmente riequilibrato le poste; tuttavia, restano ancora da attuare aggiustamenti dal lato dei costi e dei salari come anche delle riforme del mercato del lavoro e dei capitali.

### **5.1. Il rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche e la sorveglianza più ampia sugli squilibri macroeconomici**

Nell'ambito delle considerazioni sull'inadeguato sforzo di consolidamento operato dagli Stati membri nei periodi di crescita sostenuta, la Commissione pone l'accento sulla esigenza di rafforzare le procedure di sorveglianza e sul fatto che dovrebbe essere dato maggior peso, nell'ambito delle regole fiscali, ai principi di sostenibilità delle finanze pubbliche.

Gli Stati membri vengono sollecitati a integrare i principi di gestione sana delle finanze pubbliche nel proprio quadro interno. Il quadro istituzionale di ciascun Paese che guida la decisione di finanza pubblica dovrebbe assicurare il rispetto delle obbligazioni assunte con i trattati europei. Tali strumenti potrebbero per esempio riflettere procedure di programmazione di medio periodo, in modo tale da realizzare gli obiettivi di medio termine.

Viene altresì prevista la possibilità di introdurre un meccanismo sanzionatorio (consistente nel deposito di somme che maturano interessi) per gli Stati che non perseguano in modo adeguato gli obiettivi di medio termine nelle fasi economiche positive.

Accanto al deficit, il debito pubblico deve assumere un peso maggiore nella valutazione della situazione fiscale di un Paese e occorre porre una maggiore attenzione al tema della sostenibilità, poiché un alto debito pubblico potrebbe comportare l'impossibilità di attuare politiche anticicliche credibili quando queste siano più necessarie.

A tal fine, le procedure europee dovrebbero prestare maggiore attenzione all'interazione tra debito e disavanzo e la Commissione e il Consiglio dovrebbero introdurre un controllo specifico sugli obiettivi di disavanzo e sulla loro compatibilità con una riduzione continua e significativa del debito pubblico.

Viene prefigurata la possibilità di condizionare l'uso delle risorse provenienti dal bilancio europeo al rispetto delle regole del PSC.

Europa 2020, la strategia europea per la crescita e l'occupazione, sottolinea gli squilibri finanziari e strutturali, evidenziando le profonde interconnessioni economiche e finanziarie all'interno dell'area euro e dei loro effetti sulla moneta unica. L'accumulazione di ampi e persistenti squilibri macroeconomici tra gli Stati membri rischia di compromettere la coesione dell'area euro e di minacciare il corretto funzionamento dell'EMU.

In considerazione di ciò, la Commissione prefigura la possibilità di estendere l'ambito della sorveglianza dalle finanze pubbliche agli aspetti macroeconomici, inclusi la competitività e altri elementi strutturali. In tal modo, si richiede a tutti gli Stati europei un più stringente coordinamento delle politiche economiche, basato su un

"punteggio" costruito su indicatori che includono l'evoluzione delle partite correnti, le partite finanziarie nette, la produttività, il costo del lavoro unitario, l'occupazione, i tassi di cambio reali effettivi, nonché il debito pubblico e privato.

Con riferimento all'area euro, la Commissione avrebbe il potere di sorvegliare l'evoluzione degli squilibri macroeconomici e la prospettiva del Paese nel complesso, mentre il Consiglio potrebbe invitare lo stato membro ad adottare le azioni necessarie per fronteggiare le situazioni di squilibrio. Qualora lo stato membro non intervenga efficacemente il Consiglio potrebbe, su proposta della Commissione, adottare specifiche raccomandazioni e la Commissione emanare avvisi preventivi (*early warning*). In considerazione del contesto specifico di ciascun Paese, le raccomandazioni sulle politiche potrebbero riguardare sia il lato delle entrate che quello delle spese, poiché la crisi ha dimostrato che la composizione del prelievo è un importante indicatore dei possibili squilibri; le raccomandazioni potrebbero riguardare anche gli elementi strutturali.

## **5.2 L'istituzione del Semestre europeo**

Al fine di realizzare una migliore sorveglianza delle politiche economiche la Commissione suggerisce di sincronizzare la verifica delle politiche fiscali e strutturali degli Stati UE.

Il documento sottolinea l'assenza di una sorveglianza *ex ante* sulle politiche di bilancio intraprese da ciascun Paese. Passare da un controllo *ex post*, quale l'attuale, ad uno *ex ante* permetterebbe

sicuramente alle autorità europee di fornire osservazioni più mirate per ciascun Paese, contribuendo ad aumentare la sorveglianza fiscale e macroeconomica.

Al fine di permettere il coordinamento *ex ante*, la Commissione propone di istituire un periodo di programmazione chiamato "Semestre Europeo", che partendo all'inizio dell'anno dia modo al Consiglio Europeo di identificare, sotto l'impulso della Commissione, gli ambiti di intervento sia per la UE che per l'area euro.

Il semestre europeo dovrebbe incorporare il ciclo di sorveglianza, sia sulle politiche di bilancio che su quelle strutturali, sviluppandosi con una *review* orizzontale del consiglio, basato sugli input della commissione. I risultati che si vogliono raggiungere con questa proposta consistono in una più coerente guida politica e strategica da parte delle autorità europee nel periodo in cui i bilanci nazionali sono ancora in fase di programmazione, consentendo agli Stati membri di tener conto delle conclusioni raggiunte in sede europea nel momento della stesura dei programmi di stabilità e convergenza e dei piani di riforma nazionali necessari a rispettare gli indirizzi di cui sopra. La Commissione incoraggia gli Stati membri a coinvolgere pienamente i parlamenti nazionali in questo processo.

Per i Paesi dell'area euro la Commissione propone lo svolgimento di una verifica simultanea della posizione fiscale (*fiscal stance*), in modo tale da porre una corretta enfasi sulla posizione aggregata dell'area euro, al fine di coordinare le esternalità che possono derivare dalle politiche economiche coordinate tra Paesi.

Alla luce dei recenti problemi emersi con riferimento alla Grecia l'attuazione di questa proposta dovrebbe essere accompagnata dal

riconoscimento di maggiori poteri di controllo a Eurostat, consentendo a quest'ultimo una valutazione più accurata delle cifre presentate dai singoli Paesi.

### **5.3. Un solido quadro istituzionale per la gestione delle crisi**

Il documento della Commissione riconosce l'importanza di un chiaro e credibile *set* di procedure per fornire sostegno finanziario agli Stati membri dell'area euro in caso di grave instabilità. Il documento preannuncia, altresì, la presentazione nei prossimi mesi di una proposta per rendere permanente il Meccanismo di Stabilizzazione Europeo, istituito nella riunione del 9 maggio per affrontare le attuali circostanze eccezionali.

## ALLEGATO 2: GLOSSARIO

**Bail-out:** consiste nel fornire risorse ad un Paese che versi momentaneamente in una situazione di insolvenza o di illiquidità. Il *bail-out* si differenzia da un normale prestito, in quanto non richiede il pagamento degli interessi sul capitale ricevuto, ma solo la restituzione parziale o totale del capitale. In alcune circostanze eccezionali, il Paese in difficoltà può essere sollevato dall'onere di un qualunque tipo di rimborso. L'art. 124 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea fissa la clausola di *no-bailout*, ossia vieta l'accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie da parte di uno degli Stati membri. Il piano a favore della Grecia viene considerato dalle autorità un prestito e non un *bailout*, in quanto il governo di Atene si impegna a restituire ai Paesi erogatori il capitale fornito, incrementato degli interessi.

**Cancellazione del debito (*Debt forgiveness*):** libera i debitori dalle obbligazioni contrattuali nei confronti dei loro creditori. Ciò avviene mediante la cancellazione del debito residuo da parte dei creditori, oppure mediante la concessione ai Paesi debitori di riacquistare il loro debito ad un prezzo minore del valore nominale (a sconto) sul mercato secondario. I casi più frequenti di cancellazione del debito sono quelli relativi ai Paesi in via di sviluppo.

**Credit Default Swap (*CDS*):** Sono degli scambi di flussi di cassa (*swap*) stipulati su titoli obbligazionari, che vengono utilizzati a copertura del rischio di *default* del soggetto che emette i titoli. La sottoscrizione di un *CDS* consiste in un accordo tra un detentore di titoli (acquirente) ed un venditore di *CDS*, nel quale l'acquirente paga al venditore un premio a fronte del quale riceve un pagamento in caso di fallimento dell'emittente dei titoli posseduti dall'acquirente. Attraverso questa operazione chi detiene i titoli ottiene il trasferimento del rischio di *default* ad un soggetto diverso. I *CDS* identificano quindi una sorta di contratto di assicurazione contro il rischio di "fallimento" dell'emittente. In caso di assenza di probabilità di insolvenza, il prezzo dei *cds* è la somma attualizzata dei premi pagati lungo la vita del contratto. Qualora, invece, la probabilità di *default* fosse positiva il prezzo varierebbe con essa.

**Debt relief:** consiste nel ripudio o nella ristrutturazione di una parte o di tutto il debito sovrano. Si possono considerare diverse possibilità:

- **Default:** il debitore non onora i propri impegni contrattuali, in quanto non rimborsa il principale e/o non paga gli interessi, oppure ripudia l'intero debito esistente. Il *default* può riguardare titoli domestici/esteri collocati a creditori privati/ufficiali.
- **Riduzione del debito (*Debt reduction*):** E' misura quasi sempre necessaria quando emergono problemi di insolvenza. Il Paese in crisi ottiene una *debt reduction* quando riesce a convincere i creditori che il valore di mercato del suo debito è inferiore (di molto) al suo valore nominale.
- **Ristrutturazione del debito (*Debt restructuring*):** consiste in un accordo tra debitore e creditori, spesso attraverso la mediazione di organismi internazionali come il Fondo Monetario Internazionale, per mutare il profilo dei rimborsi del debito e di pagamento degli interessi. Generalmente, si allunga la *maturity* dei titoli obbligazionari, trasformando titoli a breve in titoli a lungo



termine, si riduce l'importo dei pagamenti dovuti attraverso una riduzione del tasso di interesse e si pospone la restituzione del principale. In casi di illiquidità, la ristrutturazione del debito consiste nella cosiddetta *debt-rescheduling*. In altre parole, si garantisce il rimborso dell'intero ammontare dovuto, posticipandone la restituzione. In tal modo, il *cash flow relief* consente di sorpassare le necessità di reperire finanziamenti nel breve termine. Generalmente si ottiene realizzando un *voluntary debt swap*: uno strumento di debito in corso di maturazione viene scambiato per un altro strumento di debito avente lo stesso valore di mercato ma caratterizzato da un diverso flusso di pagamenti. I creditori hanno interesse ad accettare tale *swap* in quanto evitano di rimanere in possesso di uno strumento, il vecchio *bond*, che dopo lo *swap* diventa illiquido.

- ***Debt moratorium***: l'incapacità o indisponibilità temporanea a servire il debito da parte del debitore conduce ad una sospensione unilaterale - senza quindi accordo preventivo con il creditore - del pagamento degli interessi. Il debitore continua a riconoscere l'esistenza di un'obbligazione ma chiede una rinegoziazione temporanea del contratto.

**Debito sovrano**: consiste in titoli obbligazionari emessi da uno Stato. La peculiarità del debito sovrano discende dall'esistenza di diverse giurisdizioni politiche, che sottendono diverse istituzioni legali prevalenti all'interno dei diversi Stati nazione: ne consegue che il problema dell'*enforcement* dei contratti diventa più complicato. Se una delle controparti di una transazione internazionale è costituita da uno Stato sovrano che richiede risorse in prestito (*sovereign borrowing*), i rimedi di carattere legale che una controparte straniera può cercare di ottenere in caso di contenzioso sono molto limitati; questo dipende dal cosiddetto rischio sovrano (*sovereign risk*), cioè la difficoltà ad entrare in un contenzioso legale all'interno di una giurisdizione diversa dalla propria. Esistono problemi di *enforcement* quando chi contrae il prestito è un soggetto privato di nazionalità diversa da quella dell'emittente. In tal caso infatti emerge il ruolo peculiare svolto dal debitore, che fronteggia incentivi di varia natura che lo spingono a non proteggere pienamente gli investitori stranieri e a favorire (al margine) i soggetti residenti: sorge, pertanto, un problema di parità di trattamento.

***Haircut***: quando un governo ripudia o ristruttura parte del debito sovrano, può proporre il taglio (*haircut*) del valore dei titoli detenuti dai creditori, la cui formula dipende dal tipo di ristrutturazione posta in essere dal governo. Solitamente, avviene uno scambio tra vecchi titoli (quelli che il Paese non è stato in grado di onorare) con nuovi titoli di durata e rendimento diversi. La perdita per gli investitori deve essere calcolata necessariamente confrontando i vecchi strumenti con i nuovi proposti.

**Illiquidità**: incapacità temporanea di un governo di onorare le proprie obbligazioni. A differenza dell'insolvenza, che implica passività superiori rispetto alle attività, l'illiquidità può essere determinata da una contingenza particolare e limitata nel tempo. Per tale motivo, simili situazioni possono risolversi attraverso la richiesta di un prestito o attraverso una ristrutturazione del debito. L'emissione di titoli a breve termine espone maggiormente un governo a problemi di liquidità, in quanto lo Stato è chiamato a ripagare o rinnovare (*debt rollover*) il debito in scadenza molto di frequente.

**Insolvenza**: tecnicamente uno Stato è insolvente se il valore attuale atteso degli avanzi primari futuri è inferiore al valore dello *stock* corrente del debito. Più semplicemente, l'insolvenza implica che le passività di uno Stato sono superiori alla sua capacità di imporre una tassazione sufficientemente elevata da ridurre lo *stock* del debito nel corso

del tempo. In questo caso una riduzione del debito è necessaria per raggiungere un sentiero del debito sostenibile nel medio-lungo termine. Distinguere problemi di illiquidità da problemi di insolvenza è piuttosto complicato. Un indicatore di insolvenza è un elevato debito pubblico, accompagnato da un basso risparmio privato e da basse prospettive di crescita del PIL. Nel caso della Grecia, alcuni economisti hanno sostenuto che la crisi fosse dovuta a problemi di insolvenza e non di illiquidità.

**Sostenibilità del debito:** secondo la definizione del Fondo Monetario Internazionale il debito pubblico è sostenibile se soddisfa la condizione di solvibilità, ossia se il valore attuale degli avanzi primari attesi è uguale allo *stock* del debito. In altre parole, il debito pubblico è sostenibile se lo Stato è in grado di ripagare completamente lo *stock* del debito e gli interessi su esso maturati. Non esistono criteri assoluti per definire quando un debito sia sostenibile o quando diventati insostenibile. Ad esempio, il Giappone per molti anni ha fronteggiato una grave e prolungata recessione con un rapporto del debito sul PIL superiore al 200 per cento senza mostrare segnali di insolvibilità. Spesso, pertanto la sostenibilità del debito è strettamente collegata alla credibilità e alla fiducia che i mercati finanziari hanno nelle istituzioni politiche ed economiche del Paese analizzato.

**Spread:** Lo *spread*, o differenziale tra tassi, è una misura della rischiosità di un titolo che consiste nel confronto tra il suo rendimento con quello di un titolo di riferimento (detto *benchmark*), avente la stessa denominazione valutaria e la stessa *maturity* (scadenza). Il valore dello *spread* indica pertanto la remunerazione del rischio richiesta dagli investitori per acquistare il titolo. Nel caso dei titoli di Stato europei, il *benchmark* è rappresentato dai titoli del tesoro tedeschi, i *Bund*. Prendendo in considerazione il titolo di Stato di un generico Paese europeo, un incremento dello *spread* indica che gli investitori richiedono un premio al rischio più elevato per acquistare il titolo di Stato.

**Swap:** Gli *swap* sono titoli derivati - il loro valore si basa sul valore del titolo su cui sono costruiti (detto sottostante) - che consistono in uno scambio di flussi/posizioni a scadenze prestabilite tra contraenti. L'esempio tipico di un contratto di *swap* è dato dall'accordo tra un possessore di un *bond* a tasso fisso e il possessore di un *bond* a tasso variabile, nel quale il primo gira periodicamente al secondo gli interessi (fissi) maturati sul titolo posseduto ricevendo dal secondo gli interessi (variabili) maturati a sua volta sul proprio titolo. La motivazione di un tale scambio è da ricercare nelle diverse aspettative dei contraenti circa l'andamento del tasso di interesse e nel grado di incertezza che ciascuno è disposto a sopportare.

Il testo del presente dossier è disponibile in formato elettronico sulla url  
<http://www.senato.it/documentazione/bilancio>