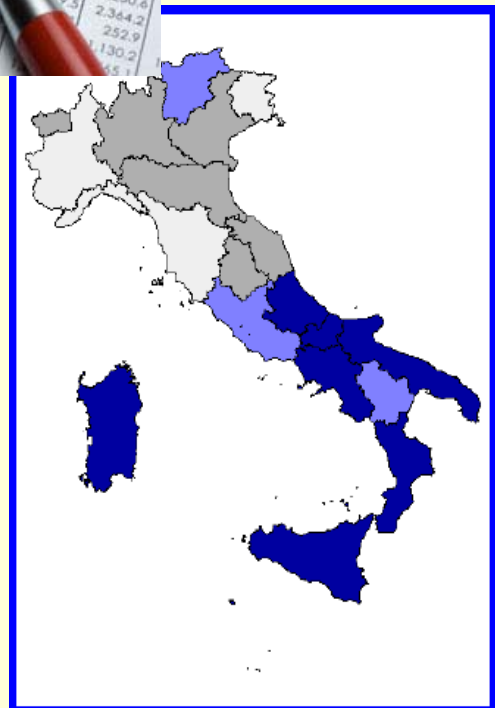


**Ufficio Studi**



**FOCUS 13**

**LA CRISI FINANZIARIA DEI PIGS:  
SONO SOLO FATTI LORO?**

## FOCUS

LA CRISI FINANZIARIA DEI PIGS:  
SONO SOLO FATTI LORO?

Marzo 2010

A cura di: **Bruno CHIARINI**  
*Univ. Napoli Parthenope***Gabriele OLINI**  
*Uff. Studi CISL*

Nuove turbolenze sui mercati finanziari stanno mettendo in crisi nell'area euro diverse economie mediterranee e la stessa Irlanda. *Nonostante alcuni risultati raggiunti, si assiste ad una ripresa stentata pure a fronte di un'enorme liquidità; è venuta meno l'illusione, che ha avuto campo dopo l'estate, che la crisi possa risolversi rapidamente e con costi relativamente bassi.* I problemi occupazionali sono rilevanti, non risolti ed è probabile che resteranno tali per diverso tempo. Le aspettative, ormai da decenni, giocano un ruolo notevole, ma spesso politici e governi non se ne rendono conto. L'eccessivo ottimismo per lo scampato pericolo di *default* tra il 2008 e il 2009 ha portato a immaginare rapide riprese che, una volta svanite, possono generare seri problemi. E questi sono puntualmente emersi ai primi dati negativi di fatturato, produzione industriale, valore aggiunto e occupazione.



L'attività economica negli Stati Uniti ha ripreso ad espandersi nel terzo trimestre del 2009. Risente, però, di alcuni importanti fattori di debolezza; i consumi resteranno deboli per la necessità delle famiglie di risanare la propria esposizione e per la caduta della ricchezza netta che la crisi ha determinato; la disoccupazione, esplicita ed implicita, rimane elevata; permane la restrizione al credito. La crescita dovrebbe rimanere sostenuta in Cina, India e Brasile. Le previsioni per le economie avanzate sono, invece, molto contenute rispetto ad altre fasi di riavvio.

L'effetto espansivo delle misure di finanza pubblica dovrebbe esaurirsi nel corso del 2010; la ricostituzione delle scorte ha un effetto temporaneo e quantitativamente limitato; gli investimenti dovrebbero restare non elevati per una capacità utilizzata degli impianti ancora molto bassa; l'occupazione rimane ovunque un problema; i casi del Dubai e delle piccole economie europee

indicano che i mercati finanziari sono ancora in turbolenza. Secondo le previsioni dell'OCSE e degli altri centri il PIL dell'area Euro è destinato ad aumentare non più dell'1%.

**QUADRO INTERNAZIONALE: CRESCITA  
(variazioni percentuali)**

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>PIL</b>					
Mondo	3,4	-0,7	3,1	3,5	4,0
Stati Uniti	0,4	-2,6	1,5	2,2	2,6
Giappone	-0,7	-5,4	1,1	1,3	1,7
Area Euro	0,6	-4,0	1,0	1,7	2,1
-Francia	0,3	-2,2	1,2	1,7	2,2
-Germania	1,0	-4,9	1,3	1,7	2,3
-Spagna	0,9	-3,5	0,1	1,4	2,0
UE	0,8	-4,0	0,8	1,4	1,9
- Regno Unito	0,7	-4,7	0,5	1,4	2,2
Economie emergenti	6,2	2,2	4,9	5,3	5,6
Economie emergenti asiatiche	7,5	5,9	6,8	6,9	7,0

Fonte: Rapporto di Consenso CER, Prometeia, ref al CNEL

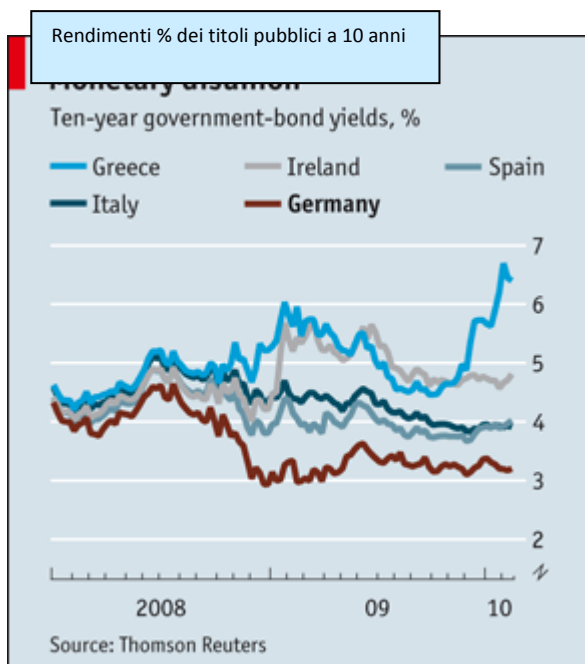
Gli attacchi speculativi ai *Pigs* (*P sta per Portogallo, G per Grecia, S per Spagna e I, alternativamente, Irlanda o Italia*) sono da libro di testo: si potrebbe dire che sarebbe stato strano se non si fossero manifestati. *Il termine Pigs, usato nella panflettistica anglosassone dei mercati finanziari, non è benevolo; sta per "maiali", ad indicare i paesi, che sono fuori dalla cerchia dei mercati e delle istituzioni più affidabili.* Richiama e si distingue da WASP (vespa, termine che sta per White Anglo-Saxon Protestant, in italiano "Bianco AngloSassone Protestante"); negli Stati Uniti questo termine indica una persona appartenente ad uno dei gruppi privilegiati e influenti della società americana, ovvero un cittadino non appartenente a nessuna delle tradizionali minoranze (di colore, italiano, irlandese, ecc. ). La differenziazione dei Pigs è intesa come geografica, culturale, religiosa, storica; tutto ciò che contribuisce a farne paesi più poveri, meno competitivi ed affidabili. Soprattutto paesi che tendono a dissipare risorse pubbliche, a non tenere i conti a posto.

Fino a tempi recenti questa caratterizzazione non aveva riflessi significativi nei mercati finanziari; appartenendo all'area Euro, la più elevata reputazione di Francia, ma soprattutto della Germania, aveva benefici effetti anche sui paesi più periferici, come la Grecia, la Spagna e l'Italia; questo significava per i titoli del debito pubblico differenziali di interesse molto contenuti rispetto ai soggetti più affidabili.

La situazione è profondamente cambiata con la crisi del 2008. Praticamente tutti i paesi sono intervenuti per attenuare la caduta con immissioni di spesa pubblica, aumentando esponenzialmente

disavanzo e debito. *Questo ha colpito particolarmente paesi molto esposti alla crisi dell'edilizia e del turismo (Spagna), con un deficit pubblico fortemente peggiorato (Portogallo), molto indebitati verso l'estero (l'Irlanda), in condizioni di finanza pubblica pesantemente deteriorate e, per di più, occultate negli anni (la Grecia).* In condizioni di mercato molto perturbate, come quelle in cui ci troviamo, l'avversione al rischio dei risparmiatori tende a privilegiare i porti sicuri o percepiti come tali. Così come era già avvenuto nel 2008 si è innalzato il differenziale di interesse per i titoli del debito pubblico rispetto al debitore più affidabile, lo stato tedesco. Del resto

l'annuncio da parte di tutti i paesi europei di consistenti aste di titoli a partire dal gennaio 2010 non potevano che provocare sommovimenti finanziari. Il nervosismo è cresciuto pensando ad una possibile insolvenza degli Stati più deboli; questi potrebbero essere portati a disconoscere il loro debito: eventualità da lungo tempo non verificata in Europa, ma non infrequente (con il caso dell'Argentina).



Altre possibilità negative sarebbero la frantumazione dell'Unione monetaria europea o una profonda trasformazione delle sue regole del gioco, in senso contrario alla stabilità del sistema. I paesi in affanno potrebbero essere tentati di tornare alla moneta nazionale, ridenominare il debito nella valuta locale e svalutare per ritrovare competitività e equilibrio finanziario. Se invece prevalesse un approccio più comunitario, i paesi più stabili dovrebbero, a malincuore, fornire risorse;

comunque, dovrebbero accettare un allentamento dei vincoli del Patto di Stabilità. Tutte queste eventualità hanno ridotto l'appeal della moneta unica; non a caso la crisi dei PIGS ha determinato una svalutazione dell' Euro rispetto a dollaro e yen.

Ma diamo una breve analisi delle situazioni nazionali, le differenze con il caso italiano (pag. 7), le implicazioni di politica economica (da pag. 8).

### Grecia

L'esplosione del caso (novembre 2009) si è avuta quando l'attuale Governo socialista, appena insediato, ha denunciato che il precedente esecutivo aveva pesantemente manipolato i conti pubblici. Un Rapporto della Commissione UE ha in effetti accertato che la Grecia ha fornito nel periodo 2005 – 2008 dati truccati; il paese è stato per questo denunciato alla Corte di Giustizia. Il deficit pubblico per il 2009 è stato del 12,7% del PIL, tra i più elevati dell'Unione Europea con Irlanda e Gran Bretagna; l'obiettivo greco era in origine del 3,7%. Il peggioramento è dipeso dalla riduzione delle imposte e dall'aumento delle spese, collegati alla crisi; ma soprattutto dall'emersione di spese in precedenza non contabilizzate, principalmente per forniture ad ospedali. Il tutto a fronte di un debito pubblico previsto in crescita dal 112,9% del PIL al 135,4% nel 2011. Più recentemente (febbraio 2010) il *New York Times* ha rivelato che la Grecia nel 2001 ha cartolarizzato con Goldman Sachs e JPMorgan i diritti futuri di atterraggio versati dalle compagnie aeree agli aeroporti del paese e i ricavi delle lotterie nazionali; si è in pratica impegnata a versare

risorse alle due banche fino al 2019 per ridurre l'indebitamento a breve; l'operazione nel merito è già molto questionabile, anche se altri paesi ( l'Italia, ad esempio, con la cartolarizzazione dei ricavi del lotto del 2001) vi sono ricorsi; ma Eurostat nel 2002 aveva giustamente deciso che la cartolarizzazione di proventi futuri dovesse essere considerata come un'accensione di prestito, e, quindi, contabilizzata come debito pubblico; la Grecia, invece, aveva mancato di comunicarla.

Fin dai primi allarmi del nuovo governo i titoli di stato greci hanno ampliato i differenziali con i bund tedeschi, arrivando poi a livelli record, fino a quattro punti. La legge di bilancio per il 2010 e poi un piano triennale hanno cercato di tamponare la situazione. La manovra del Governo dovrebbe portare il disavanzo pubblico dal 12,7% all'8,7% del PIL nel 2010, per tornare sotto il 3% nel 2013. Il mix degli interventi è sia sul lato delle entrate che su quello delle spese; vi è stato il congelamento di tutti i salari pubblici nel 2010, prima limitato a sopra i 2 mila euro lordi, e poi esteso anche sotto; analoga misura per le pensioni; il blocco delle assunzioni pubbliche; la riduzione delle spese del 10% di tutti i ministeri; impegni a ridurre sprechi e corruzione nella Pubblica Amministrazione; nuove tasse indirette, soprattutto su carburanti, alcool e tabacchi; nuove imposte sui grandi latifondi e sui dividendi azionari, la riforma delle pensioni con l'innalzamento dell'età pensionabile; un piano di privatizzazione di alcune aziende pubbliche per circa 2,5 mld di €. Si sono aggiunti tagli alla tredicesima ed alla quattordicesima degli impiegati pubblici. Sullo sfondo resta una grave evasione fiscale. Il governo Papandreou si è appellato al paese, perché accetti un piano di austerità, molto diverso rispetto al programma elettorale; il problema, si dice, è l'emergenza finanziaria ricevuta in eredità nascosta dal precedente esecutivo.



La Commissione Europea ha accolto favorevolmente il Piano triennale e spinto per la Riforma Sanitaria; chiede anche modifiche per il mercato del lavoro e il sistema di contrattazione. La discussione a livello politico è su quale debba essere il grado di solidarietà con i paesi in difficoltà. Bruxelles ha chiesto una stretta sorveglianza sull'attuazione del Piano, con un calendario esplicito di tutti i provvedimenti da attuare e misure addizionali in caso di *defaillance* dei singoli provvedimenti.

La Grecia ha un peso relativamente marginale nel PIL europeo, ma l'impatto sui mercati finanziari della sua crisi è stato violento.

### **Portogallo**

Nel 2009 il deficit pubblico di Lisbona è scattato al 9,3% del PIL contro previsioni dell'8,8%. Nel 2008 era al 2,7%. Il debito pubblico è salito all'85,4% del PIL, ai massimi da 20 anni. Il governo portoghese si è impegnato a tagliare il disavanzo pubblico all'8,3% nel 2010 ed ha ribadito l'obiettivo di rientrare sotto il 3 % nel 2013. Ha escluso innalzamenti delle tasse, puntando tutto sul controllo della spesa, con il blocco degli stipendi pubblici e la riduzione del turn over. Il tasso di disoccupazione è al 10%. Il sistema finanziario non è stato colpito dalla crisi, così come è avvenuto nei paesi anglosassoni. Il Portogallo in passato ha avuto successo nel rimettere in ordine i conti pubblici: nel 2005 il deficit era al 6,1% e nel 2007 era sceso al 2,6%. Attualmente, però, la maggioranza di centro sinistra è molto risicata e gli interventi sono faticosi: la finanziaria 2010 non



è stata ancora varata e non lo sarà prima del 12 marzo; è passata all'inizio di febbraio in prima lettura in Parlamento grazie all'astensione dei due maggiori partiti di opposizione; è stata, invece, bocciata una legge per il riordino fiscale a livello regionale. Non mancano i problemi per il premier portoghese; sulla base di alcune intercettazioni telefoniche è stato accusato di manovre per il controllo di TV private e dei più importanti quotidiani attraverso società di capitale pubblico.

### *Irlanda*

Il paese, che si era guadagnato il nome di "tigre celtica", è stato uno dei più colpiti dalla crisi per la sua sovraesposizione nei servizi, soprattutto finanziari. Come negli Stati Uniti le famiglie si erano molto indebitate per accendere mutui di case, il cui prezzo saliva ininterrottamente; alla fine molti si sono trovati insolventi. I crediti inesigibili rischiavano di travolgere le banche, che sono state salvate dagli interventi di ricapitalizzazione del Governo, da nazionalizzazioni e dalla creazione di bad bank, oltre che dalle garanzie sui depositi. Lo scoppio della bolla immobiliare ha avuto, inoltre, conseguenze, soprattutto, nell'occupazione nelle costruzioni. Il Pil è caduto del 3% nel 2008 e di altri 7,5 punti nel 2009. La disoccupazione è aumentata dal 4,6% del 2007 al 12% attuale. Con la deflazione vi è stato anche un calo dei prezzi (-2,6% nel 2009 per l'indice armonizzato europeo).



Nel 2009 l'Irlanda ha registrato un deficit del 12,2% del Pil e un debito pubblico del 66% del Prodotto Interno Lordo; hanno pesato soprattutto gli interventi per salvare le banche. La forte crescita del finora contenuto debito pubblico si è prodotta in un paese già molto esposto per il debito estero. La moneta unica ha evitato a Dublino il crack dell'Islanda. Il governo irlandese si è impegnato a ridurre il deficit pubblico già nel 2010 di 5 punti, tagliando fortemente la spesa a partire dagli stipendi pubblici. Vi sono state svariate manovre correttive in meno di dodici mesi. Per rilanciare la competitività del paese vengono tagliati gli stipendi anche nel settore privato; secondo

l'OCSE le remunerazioni medie dei dipendenti si sono ridotte nel 2009 del 2,7%. La Legge di Bilancio per il 2010 ha ridotto le retribuzioni nel settore pubblico del 5% per i salari fino a 30.000 € del 7,5% per le eventuali quote sopra i 30.000 € e fino a 70.000 € e del 10% oltre tale cifra; ciò determinerà, quindi, una perdita tra il 5 e l'8% per la maggior parte dei pubblici dipendenti. Sono previsti forti tagli sulla spesa pubblica e interventi per innalzare l'età del pensionamento. Il sindacato irlandese ha giudicato controproducenti e non eque le misure intraprese, perché pesano soprattutto sui più deboli, mentre poco viene chiesto alle classi più ricche.

### *Spagna*

Il nuovo anno è iniziato con un ulteriore record per i disoccupati, che hanno toccato la cifra di quattro milioni di unità. Si valuta che nel 2010 il tasso di disoccupazione possa toccare il 20% della forza lavoro. Anche la Spagna è stata protagonista di un'elevata crescita dell'economia durante gli

anni zero; lo sviluppo era legato al settore delle costruzioni, a quello delle infrastrutture ed al turismo. La crisi dei mutui ha bloccato due di questi motori e portato ad un rapido raffreddamento dell'economia. L'occupazione, caratterizzata da un'elevata quota di lavoro a termine, si è ridotta rapidamente. Il Governo ha affrontato la situazione con varie misure, tra cui interventi di sviluppo locale, lavori utili e micro opere infrastrutturali. Questi hanno consentito di tamponare la caduta del PIL, pari al 3,6% nel 2009; il deficit è salito all'11,4% contro il 9,5% previsto. Il rapporto debito/PIL (59,3%) è rimasto su livelli contenuti, dato il basso livello di partenza. Preoccupa soprattutto la capacità di ritrovare lo sviluppo, visto che il settore immobiliare (con un milione di appartamenti invenduti) dovrebbe restare depresso per anni. Le banche appaiono decisamente più solide rispetto ad altri paesi colpiti dalla bolla immobiliare; il debito estero è, però, elevato. Il programma di sostenibilità, presentato dal Governo, prevede una riduzione della spesa complessiva delle amministrazioni pubbliche in quattro anni di 50 miliardi (5,7% del PIL), la riforma delle pensioni con un innalzamento dell'età di pensionamento, la revisione del rapporto di lavoro. Il taglio delle spese dovrebbe riguardare tutti i ministeri, ma risparmiare il welfare (dove il paese ha percentuali di uscita nettamente inferiori alle medie europee) e ricerca ed istruzione per mantenere un buon tasso di innovazione. E' stato lanciato il cantiere dell'economia sostenibile (piani per l'efficienza energetica, la mobilità, l'energia rinnovabile). E' previsto un rientro nel limite del 3% del deficit entro il 2013. I sindacati spagnoli hanno manifestato contro l'innalzamento dell'età pensionabile.



### *... e l'Italia?*

Nella tempesta finanziaria l'Italia è stata finora abbastanza risparmiata, anche se ha un debito pubblico tra i più elevati. Alcuni fattori agiscono a nostro favore: innanzitutto il ***basso indebitamento ed il forte tasso di risparmio delle famiglie italiane***; il nostro ***indebitamento estero*** risulta, quindi, decisamente contenuto rispetto a molti dei casi visti. Nella gestione della crisi il Governo ha scelto una ***politica fiscale non accomodante***, cioè non ha fatto molti interventi di sostegno della domanda. Questo ha portato ad una caduta del PIL tra le più rilevanti, con le relative conseguenze sull'occupazione, lenite, ma non risolte dagli ammortizzatori sociali; tuttavia, il deficit pubblico è cresciuto, ma non in maniera esplosiva, arrivando al 5,3%. ***L'azione di contrasto della crisi è stata, cioè, complessivamente debole, ma ne sono derivati vantaggi nella posizione finanziaria.*** Lo si può vedere dall'andamento del differenziale dei titoli decennali italiani rispetto al TBund tedesco: nonostante l'Italia abbia un rating sovrano (A+) tra i più bassi, il differenziale è cresciuto meno dei titoli spagnoli e portoghesi. La situazione è decisamente più negativa per l'Irlanda (i titoli di questo paese pagano quasi due punti in più rispetto a quelli tedeschi) e della Grecia (attorno ai 3,5 punti). ***Nella tempesta finanziaria l'Italia è stata, dunque, relativamente al***

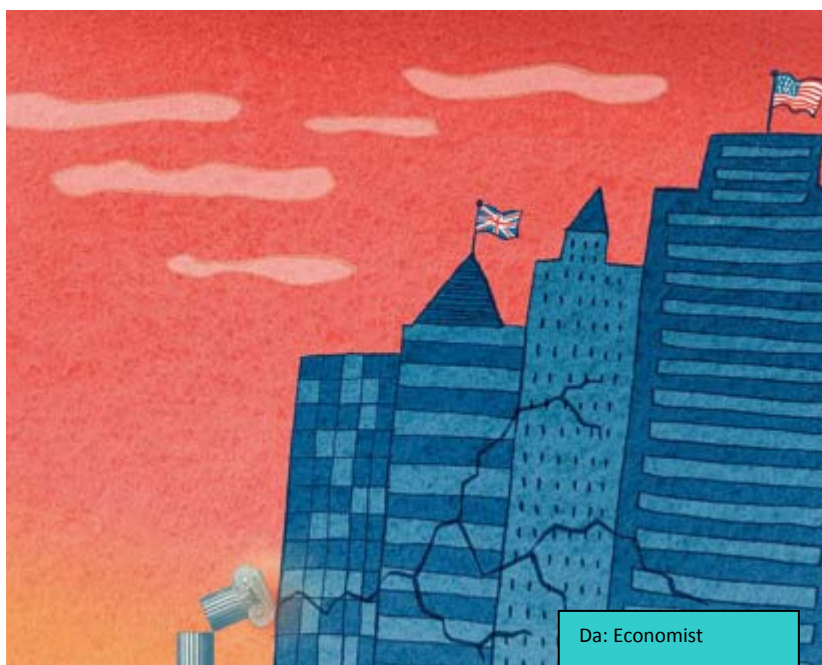
*riparo, ma dal punto di vista sociale non è una situazione che il paese può sostenere a lungo.*

Occorre fare un'azione di rilancio dello sviluppo, troppo debole nelle sue tendenze spontanee; il PIL italiano è previsto in crescita nel 2010 tra lo 0,7 e l'1%, una quota limitatissima della caduta di due anni. L'azione di risanamento della finanza pubblica deve proseguire, ma nello stesso tempo occorre riequilibrare tra coloro che hanno una pressione fiscale troppo alta e coloro che, via evasione, scaricano l'onere su altri. La spesa pubblica ha bisogno di interventi mirati, su sprechi ed inefficienze, non di tagli lineari, che spesso incidono su settori delicatissimi.

*... e gli altri?*

La tempesta colpisce le economie dei paesi più piccoli e che appaiono politicamente più deboli. Il presidente della Banca Centrale Europea Jean-Claude Trichet ha ricordato che le stime sull'Europa dei 16 parlano di un deficit/Pil

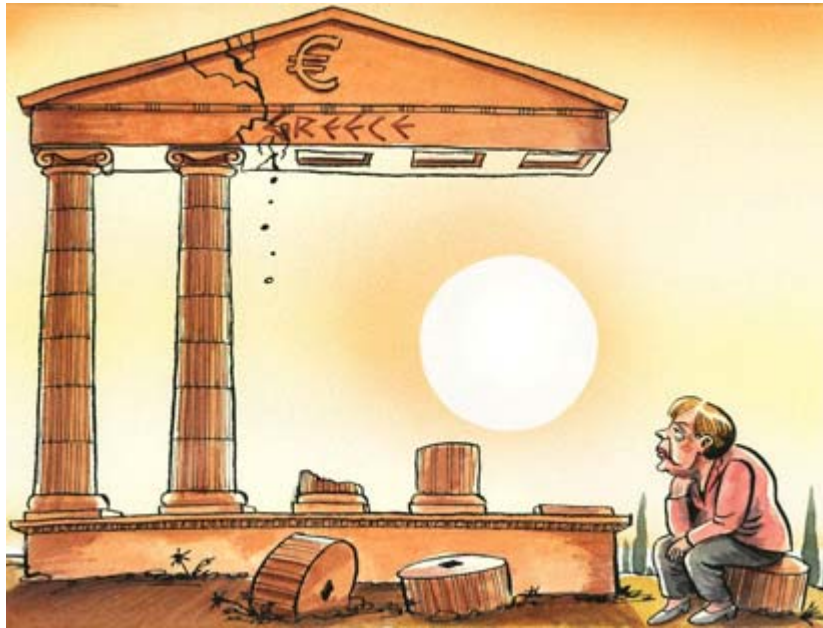
al 6% contro il 10% del Giappone, degli Stati Uniti e della Gran Bretagna. Anche il debito pubblico di questi paesi è in rapida crescita; quello estero americano è elevatissimo. La crisi ha gonfiato i deficit pubblici, come e più di quanto sia avvenuto nell'area Euro. Fino a quando i colossi saranno al riparo della bufera nata (si fa per dire) nel Mare Egeo? Il fatto è che ci troviamo in una condizione di estrema delicatezza. *Il problema non è circoscritto ai soliti PIGS, ma*



*più ampio e da affrontare con una visione complessiva.* Le agenzie di rating hanno segnalato puntualmente e tempestivamente le difficoltà dei paesi mediterranei; sono state più sommarie nell'indicare le difficoltà del mondo anglosassone. Qualcuno ha visto in ciò l'inesco di una manovra speculativa condotta dalle grandi banche internazionali, salvate dai bilanci pubblici di molti stati.

D'altra parte diversi economisti si sono domandati come mai gli attacchi speculativi si siano rivolti verso l'Europa piuttosto che verso gli Stati Uniti. Eppure la California, che ha un PIL di svariate volte superiore alla Grecia, è praticamente in bancarotta. E poi la condizione delle finanze pubbliche federali, attuale e prospettica, non è migliore di quella dell'area euro. Eppure i mercati non hanno affossato il dollaro, ma si sono rivolti verso l'euro.





Da: Economist

Sulle diversità tra il caso della California e quello greco si possono fare due ordini di riflessione. Il primo riguarda le istituzioni e i meccanismi di intervento in caso di squilibrio e il secondo le crisi stesse.

*La speculazione che stiamo affrontando non è soltanto legata ad una crisi fiscale, ma anche a seri problemi nell'assetto istituzionale;* mancano in Europa un fondo comune di intervento (in America il bilancio federale) e un pur minimo accentramento della politica fiscale (che non siano i meccanismi del patto di stabilità sopra richiamati). Manca una politica fiscale dell'euro, da affiancare a quella monetaria; questo significa un sistema di intervento, politiche fiscali comuni, un meccanismo di solidarietà tra i paesi e un monitoraggio efficace. Tutto ciò sembra retorico, perché ripetuto più volte e in diversi contesti. Tuttavia, la mancanza di un progetto del genere, in questo momento a dir poco ambizioso, è sempre più evidente. In mancanza di un omologo Fondo europeo, ben vengano gli interventi del Fondo Monetario Internazionale, di finanziamento e di aggiustamento delle finanze pubbliche dei paesi in crisi; occorre, tuttavia, essere consapevoli dell'esigenza di un nuovo sistema istituzionale che consenta politiche fiscali più armonizzate anche al prezzo di una qualche perdita di sovranità nazionale.

*Il secondo ordine di riflessione riguarda la genesi della crisi stessa. Occorre forse domandarsi quanto è stata efficace a tutt'oggi la Strategia di Lisbona.* Di fatto tutti i Pigs presentano perdita di competitività e una bassa dinamica della produttività in mancanza di una crescita sostenibile. La Strategia non ha condotto a recuperi di crescita e competitività e in questo contesto a poco può servire anche un maggior coordinamento delle politiche fiscali.

#### *Disordine finanziario ed economia reale*

La rivalutazione del dollaro che sta seguendo la crisi greca non è proprio quello che ci vuole per un'economia, quella statunitense, ancora molto debole. E le tendenze potrebbero rovesciarsi rapidamente; se dovesse ridursi la domanda di titoli pubblici americani da parte della Cina, il dollaro prenderebbe a scendere molto velocemente. *Il disordine dell'economia finanziaria tende a creare un ambiente ostile all'economia reale.*

Con l'enorme liquidità iniettata nel corso del 2009 tutte le quotazioni di qualunque mercato (azioni, corporate bond, materie prime, cartolarizzazioni) hanno ripreso a macinare, ma non l'economia reale. La liquidità abbondante è legata ai salvataggi di istituti di credito, banche d'affari, assicurazioni e interi settori dell'economia effettuati dalle banche centrali; è stata una scelta obbligata; affrontare, però, bolle speculative con politiche monetarie espansive produce necessariamente altre bolle.

Infatti, paradossalmente, *questa liquidità in eccesso si dirige su attività finanziarie e non su investimenti reali che, al contrario, si contraggono per la restrizione creditizia delle banche.* Quest'ultime riportano sofferenze crescenti e diventano molto più selettive sui progetti di investimento da finanziare. L'economia sembra avvatarsi su azioni e reazioni che costituiscono veri e propri circoli viziosi. Per limitare i danni di una bolla occorre aumentare liquidità per non creare una forte recessione; questa, però, crea i presupposti di una nuova bolla e genera *credit crunch*, cioè asfissia del credito. Ma il paradosso non è ancora finito: gli istituti di credito europei sono esposti sui «Pigs» per quasi 2mila miliardi di dollari: gli enormi finanziamenti di Federal Reserve e Banca Centrale Europea hanno inondato di liquidità le banche che hanno investito sui mercati finanziari (come testimoniano i bilanci delle grandi banche) che stanno mettendo in difficoltà paesi dove le banche stesse sono esposte.

Le conseguenze sono note e serie. E' difficile pensare ad un rientro rapido, in un paio d'anni, da deficit enormi (per esempio per la Grecia dal 13% al 3% del Pil); d'altra parte non si può avere un'unione monetaria senza il rispetto delle regole sulla finanza pubblica: in mancanza di una politica fiscale comune, la reputazione e la credibilità dell'Unione Monetaria (come dimostrano i fatti di questi giorni) si reggono sostanzialmente sul rispetto di tale regole. *L'Unione Europea, probabilmente ed auspicabilmente, deciderà di intervenire a sostegno dei propri paesi in difficoltà; sarebbe altrettanto desiderabile che l'intervento sia strutturale e non una tantum; rifletta le implicazioni di governance della moneta unica; porti ad un coordinamento politico dei paesi membri, che non può essere così debole, come quello avuto fino ad oggi.*