

Carlo Altomonte e Mario Nava\*

### Bruxelles salva Wall Street? La *governance* dell'economia europea e la crisi finanziaria

Partita con il problema dei mutui *sub-prime* americani, e poi rapidamente estesa a tutto il sistema del credito, la crisi finanziaria nell'ultimo anno ha fatto registrare per le Borse mondiali perdite cumulate superiori agli 8.000 miliardi di euro, di cui oltre 4.000 solo nella prima metà di ottobre, a seguito di un vero e proprio attacco di panico sui mercati finanziari. La convocazione del vertice straordinario dell'Eurogruppo del 12 ottobre, seguito poi dalle determinazioni del Consiglio europeo del 15-16 ottobre, più che le azioni intraprese negli Stati Uniti (il famoso e travagliato "piano Paulson"), hanno contribuito a dare ai mercati alcune risposte sul piano politico e delle regole, in attesa dei prossimi sviluppi. Ma tali risposte non implicano il superamento immediato della crisi. I mercati sono e restano volatili, perché gli eventi degli ultimi mesi hanno fatto allontanare lo zoccolo duro dei "cassettisti" o dei "buoni padri di famiglia". I capitali che permettono oggi ai mercati recuperi prodigiosi, così come giornate in profondo rosso, sono attualmente *smart money*, ossia fondi mossi da investitori professionali (fondi pensione, *hedge funds*, etc.) che per definizione entrano ed escono rapidamente dal mercato e ritirano il guadagno dell'investimento non appena esso appare. Ciò significa che almeno per i prossimi 18-24 mesi la volatilità dei mercati sarà piuttosto elevata.

Data questa situazione, è allora opportuno iniziare a riflettere su quali siano gli scenari in termini di nuova *governance* dell'economia che la gestione della crisi finanziaria ha richiesto e richiederà, a livello europeo innanzitutto, e quindi globale. In particolare, la gestione di tale crisi si può distinguere in due momenti: il momento dedicato alla salvaguardia delle istituzioni finanziarie (le banche, specialmente) e il momento dedicato alla nuova regolamentazione dei mercati.

#### La crisi e le misure d'emergenza

Il fallimento di Lehman Brothers, la quarta banca d'investimento mondiale, ha probabilmente scatenato la crisi di panico di ottobre, ma ha anche portato a una presa di coscienza collettiva che il fallimento di una banca, specie se grande, può significare perdita di fiducia dell'intero mercato e, quindi, necessità di agire sui due fronti.

Innanzitutto, è stato necessario fermare la crisi di panico. Quando alcune aziende in Borsa capitalizzano valori comparabili agli attivi iscritti a bilancio, probabilmente stiamo assistendo a qualcosa di simile ad una bolla speculativa negativa, in cui aspettative al ribasso dei prezzi portano tutti a cercare di vendere il prima possibile per minimizzare le perdite, col tipi-

N. 99 - OTTOBRE 2008

### Sintesi

Il ripetuto crollo delle Borse e il panico che iniziava a serpeggiare tra i risparmiatori hanno messo alle strette i leader europei, costringendoli a uno scatto a tempi da record (dopo i primi incerti passi del G4).

Il pacchetto di iniziative identificate dall'Eurogruppo il 12 ottobre – a cui le Borse di tutto il mondo hanno reagito con grande euforia – e fatte proprie dal Consiglio europeo del 15-16 ottobre sono senza precedenti sia in termini quantitativi che in termini di nuove regole e procedure.

I capi di stato e di governo hanno dovuto in primo luogo approntare delle misure che salvassero il sistema bancario attraverso opportune iniezioni di liquidità, ma hanno anche indicato nuove regole che avranno enormi conseguenze sulla *governance* economica europea dei prossimi anni.

Da una attenta lettura di queste misure emerge un quadro che, con ogni probabilità, porterà nel prossimo futuro a una accelerazione normativa in campi delicati come la concorrenza e gli aiuti di stato, le norme fiscali e il patto di stabilità, la supervisione bancaria, oltre che ad una crescente (e potenzialmente problematica) presenza dello stato nell'economia in un contesto caratterizzato da bassa crescita, tassi di inflazione e di interesse ridotti, bilanci pubblici sotto pressione.

Carlo Altomonte è Associate Senior Research Fellow dell'ISPI e docente di Politica economica europea all'Università Bocconi.

Mario Nava è docente ISPI e Capo Unità della Commissione europea.

(\*) Le opinioni espresse dagli Autori sono strettamente personali e non impegnano nessuna delle Istituzioni alle quali gli autori sono stati, sono, o saranno affiliati.

co risultato dell'aspettativa che si auto-realizza, facendo crollare gli indici. Due passaggi nella *governance* della crisi hanno caratterizzato l'intervento dei governi europei, evitando il concreto rischio di una corsa agli sportelli bancari, o quantomeno la possibilità reale, confermata dai primi dati della Bce, di un accumulo eccezionale di liquidità nel settore delle famiglie e delle imprese, e dunque sottratta al mercato finanziario:

- il segnale del taglio di mezzo punto dei tassi di interesse da parte di tutte le banche centrali mondiali, come primo esempio di una azione di *governance* monetaria coordinata a livello globale<sup>1</sup>;
- la garanzia prestata dai governi europei sulla tutela dei depositi bancari, con i limiti innalzati da 20.000 a 50.000 euro, e per alcuni paesi a 100.000, a seguito della decisione dell'Ecofin del 7 ottobre scorso (per l'Italia valeva già la garanzia sino a 103.000 euro). Inoltre, diversi provvedimenti nazionali adottati impegnano i governi a impedire qualsiasi fallimento di istituzioni finanziarie che presentino un rischio per il sistema finanziario nel suo insieme, utilizzando allo scopo tutti i mezzi adatti, compreso eventualmente l'apporto di capitali nuovi, accompagnati in questo caso da opportuni piani di ristrutturazione<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> A ben guardare, la Fed, con tassi nominali all'1,5% e tassi reali negativi vicini al 4% data l'inflazione Usa, è adesso in una posizione non facile, avendo tagliato molto e forse troppo presto nel tentare di arginare i problemi, ma di questo ci si occuperà una volta passata la fase critica.

<sup>2</sup> Per l'Italia, il decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale, 9 ottobre

Contemporaneamente a queste azioni volte a rasserenare i mercati, si è poi passati al secondo urgente problema, ossia garantire liquidità al mercato interbancario. Nelle ultime settimane, i tassi Euribor del mercato interbancario sono esplosi, di fatto rendendo molto oneroso per le banche, se non impossibile, avere accesso alla liquidità necessaria a gestire le normali attività di intermediazione. Si è trattato sostanzialmente degli effetti collaterali del *crack* Lehman Brothers: il rischio teorico di insolvenza di una banca, aspettativa che già aveva mantenuto i tassi dell'interbancario sotto pressione, era diventato realtà. Dunque nessun operatore (comprese le stesse banche) era disposto a prestare liquidità al sistema. I passaggi fondamentali di questa azione sono stati di nuovo due, dal lato monetario e dal lato dei governi:

- la modifica delle condizioni di rifinanziamento delle banche da parte del sistema europeo di banche centrali, con la chiusura della forbice dei tassi di interesse attivi e passivi definiti dalla Bce e il passaggio dal meccanismo di asta competitiva al tasso di interesse fisso, per importi

2008, n. 237, entrato in vigore lo stesso giorno della pubblicazione. Oltre alla garanzia esistente da parte del Fondo interbancario di garanzia (103.000 euro), il provvedimento autorizza il governo per 36 mesi a intervenire se il Fondo non fosse sufficiente a coprire tutti i depositi. Il provvedimento autorizza inoltre il ministero dell'Economia a sostenere la ricapitalizzazione delle banche in situazione di deficit patrimoniale nelle forme della sottoscrizione o della garanzia degli aumenti di capitale. L'intervento dello stato nel capitale avviene sulla base di una valutazione della Banca d'Italia, che analizzerà eventuali condizioni di inadeguatezza patrimoniale.

teoricamente illimitati<sup>3</sup>; la possibilità inoltre di accettare a garanzia *collaterale* di qualità più eterogenea, inclusi assets garantiti dallo stato<sup>4</sup>. Dunque una sorta di "rubinetto" di liquidità aperto per il sistema bancario a costi fissi ridotti;

<sup>3</sup> La Bce fissa tre tassi di riferimento: il tasso di rifinanziamento principale, al quale avvengono le regolari operazioni di mercato aperto tramite asta, attraverso le quali le banche ottengono liquidità con scadenza bisettimanale; il tasso di deposito marginale, a cui sono remunerati i depositi overnight di riserve (non obbligatorie) delle banche presso la Banca Centrale; e il tasso di finanziamento marginale, al quale le banche dell'Eurosistema possono ottenere liquidità *overnight* dalla Bce a fronte di idonee garanzie sotto forma di titoli. Il tasso interbancario necessariamente oscilla entro il corridoio determinato da questi ultimi due tassi poiché, nel caso in cui il tasso di deposito fosse superiore all'interbancario nessuna banca avrebbe convenienza a offrire le proprie riserve in eccedenza sul mercato, mentre nel caso in cui il tasso di finanziamento marginale fosse inferiore all'interbancario, nessuna banca avrebbe interesse a prendere a prestito riserve sul mercato e si rivolgerebbe immediatamente alla Bce. Dal 9 ottobre la Bce ha inoltre deciso di ridurre la "forchetta" tra questi due tassi, storicamente fissata a 2 punti percentuali, a 1 punto percentuale, dunque di fatto riducendo il tasso di finanziamento marginale dello 0,5% rispetto al tasso di rifinanziamento principale (esso stesso ridotto dal 4,25 al 3,75%). Inoltre, a partire dall'operazione del 15 ottobre 2008, la Bce ha deciso di condurre le operazioni di rifinanziamento mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato, pari attualmente al 3,75%.

<sup>4</sup> La garanzia statale si applica alle operazioni cosiddette di Ela, *Emergency liquidity assistance*, adesso regolate in Italia dall'art. 3 del decreto legge 9 ottobre 2008 n. 155.

- a completamento delle azioni di rifinanziamento a breve termine intraprese dalla Bce sul mercato interbancario, i governi della zona Euro hanno intrapreso iniziative per facilitare il finanziamento a medio termine delle banche, decidendo, per un periodo definito e a delle condizioni determinate, di prestare una garanzia governativa alle emissioni bancarie, o ai prestiti che questi ottengono da altri enti finanziari<sup>5</sup>.

Infine, analogamente a quanto già deciso da alcuni stati a seguito delle decisioni dell'Ecofin del 7 ottobre, l'Eurogruppo ha sollecitato ogni stato membro a provvedere ad azioni volte a ricapitalizzare le banche. Queste ultime hanno visto negli ultimi mesi deteriorare rapidamente il proprio stato patrimoniale in quanto, da un lato, si sono dovute prendere carico delle perdite realizzate nel mercato dei titoli sintetici<sup>6</sup>

<sup>5</sup> In Italia, tali misure sono state recepite dal nuovo decreto legge 13 ottobre 2008 n. 157, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 13 ottobre 2008 n. 240. Il decreto autorizza il ministero dell'Economia, fino al 31 dicembre 2009, a effettuare operazioni temporanee di scambio tra titoli di stato e gli strumenti finanziari detenuti dalle banche italiane con scadenza fino a cinque anni, emessi successivamente al 13 ottobre 2008; presta la garanzia dello stato, a condizioni di mercato, sulle passività delle banche italiane, con scadenza fino a 5 anni e di emissione successiva al 13 ottobre 2008; concede garanzia statale in favore di soggetti italiani che mettano a disposizione di banche titoli stanziabili per operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema.

<sup>6</sup> Si tratta di titoli garantiti anche (ma non solo) dal flusso di cassa dei mutui. Quando alcuni di questi mutui (i cosiddetti *sub-prime*, quelli dati ad agenti economici senza adeguate garanzie reali) sono diventati non solvibili, tutto il valore

legati ai mutui *sub-prime* americani (e non solo). Dall'altro, il valore stesso dell'attivo di bilancio, anche quando non direttamente legato alle perdite realizzate sui titoli sintetici, è stato messo in discussione a causa della scarsa trasparenza dello stato patrimoniale delle banche. Questo ha velocemente compromesso i rapporti di capitalizzazione delle banche (il rapporto tra capitale e attività pesate per il rischio), scesi vicino ai minimi raccomandati (6%), il che ha comportato che la crisi, originariamente mostrata nella forma di crisi di liquidità, si è rapidamente trasformata in una crisi di solvibilità<sup>7</sup>, mettendo a rischio l'intera stabilità del sistema. Per far fronte a tale problema, e dunque garantire un finanziamento sufficiente delle economie della zona Euro, l'Eurogruppo ha deciso che:

«ogni stato membro può mettere a disposizione delle istituzioni finanziarie dei nuovi fondi propri, ad esempio tramite l'acquisizione di azioni privilegiate o di altri strumenti simili (come già deciso dal governo italiano con il DL 155 del 9 ottobre per i casi di banche in difficoltà). I governi si impegnano a fornire tale capitale in volume sufficiente, continuando a favorire nel contempo, con tutti i mezzi possibili, la ricerca di capitali privati. In contropartita, le istituzioni finanziarie coinvolte dovranno essere obbligate ad accettare dei vincoli, in particolare al fine di prevenire possibili conseguenze a discapito delle istituzioni che non dovessero beneficiarne».

dei titoli a bilancio legati a questi strumenti è crollato.

<sup>7</sup> L. GUIISO e M. PAGANO, *Un'opportunità per l'Europa*, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 10 ottobre 2008.

Tali azioni coordinate hanno dato luogo, in Europa, a un intervento per la ricapitalizzazione delle banche o per la garanzia del finanziamento interbancario pari a circa 1.700 miliardi nella zona euro, cui vanno sommati gli importi per i salvataggi bancari realizzati prima delle decisioni dell'Eurogruppo, per un ammontare pari a circa 100 miliardi di euro, mentre il Regno Unito ha stanziato 50 miliardi da investire in tre banche, oltre ad aver garantito i prestiti interbancari fino a 320 miliardi. Per dare l'idea dell'entità dell'intervento, basta dire che in due giorni i governi europei hanno speso tanto quanto il bilancio comunitario spende in circa 20 anni! Grazie a questa importante manovra coordinata, per il momento la fase acuta della crisi sembra essere superata anche se, come detto, resta alta la volatilità dei mercati.

L'obiettivo della prossima sezione è interrogarsi su quali sono le possibili conseguenze di questi interventi in termini di futura *governance* economica europea.

### La nuova *governance* europea

La *governance* del sistema economico e finanziario europeo dei prossimi anni dovrà tenere in conto almeno tre nuovi fattori:

- Un'accelerazione normativa che sta portando in poco tempo a un cambiamento importante nelle regole contabili, a un adattamento – o flessibilità – delle norme sulla concorrenza (aiuti di stato) e delle norme fiscali (il patto di stabilità), e a maggiori ambizioni in termini di supervisione finanziaria europea.

- Un periodo di crescita limitata che si rifletterà in una pressione acuta sui bilanci pubblici e in aspettative al ribasso su inflazione e tassi di interesse.
- Un periodo di grande intermediazione statale, dove la presenza dello stato nell'economia sarà ben più alta di quanto non sia stata negli ultimi anni.

Sul primo punto, l'accelerazione normativa si spiega con l'eccezionalità della fase che stiamo vivendo. Tempi straordinari richiedono infatti una velocità di reazione straordinaria.

A questo riguardo, lo stesso Consiglio europeo ha approvato la riforma delle norme contabili per il settore bancario già delineata nel Consiglio Ecofin del 7 ottobre (sulle quali riferiamo in seguito), invitando poi la Commissione a continuare a monitorare l'applicazione, ed eventuale modifica, delle regole, in particolare relativamente alla revisione della normativa sulle agenzie di *rating*. Chiaramente, in tale esercizio occorrerà vigilare a che le nuove norme contabili europee non pongano le aziende europee in condizioni di svantaggio rispetto alle norme contabili statunitensi. La pro-ciclicità delle norme contabili (troppe o troppo poche) rischia infatti di portare a degli eccessi, sia in senso ascendente che in senso discendente, senza peraltro necessariamente assicurare i mercati, specialmente nei tempi di maggiore volatilità che ci aspettano.

Da un punto di vista delle norme sulla concorrenza, va detto anzitutto che vista l'entità dell'intervento pubblico e vista la diversa capacità di spesa esistente tra stato membro e stato membro, il ruolo dell'autorità

sulla concorrenza europea nell'assicurare che questi molteplici interventi non mettano in disequilibrio il *level playing field* tra gli attori finanziari europei sarà tanto importante quanto difficile. Non va infatti dimenticato che tutti gli sforzi di stabilizzazione finanziaria sono stati fatti e/o garantiti solo al livello nazionale. I capi di stato e di governo hanno per ora deciso, dopo alcune discussioni originate dalle proposte italiane, olandesi e francesi, di non utilizzare un organismo, la Banca europea degli investimenti (Bei), che ha capacità di raccogliere risorse sul mercato dei capitali e che quindi, una volta opportunamente modificata la sua *governance*, avrebbe potuto diventare uno strumento di stabilizzazione macrofinanziaria<sup>8</sup>.

Per quanto attiene alla supervisione bancaria, un radicale cambiamento di prospettiva ha avuto luogo negli ultimi mesi: il cosiddetto collegio dei supervisori che fino a pochi mesi fa era considerato la massima espressione possibile della integrazione europea in materia di supervisione finanziaria, è ora diventato il minimo accettabile. Le ambizioni di alcuni stati membri, e di molteplici operatori finanziari internazionali, sono per andare oltre, nella direzione di un regolatore unico almeno per i gruppi bancari e i conglomerati finanziari più grandi. Chiaramente, è difficile pronunciarsi in questa fase su se e quando ciò avverrà, ma è certo che la crisi ha reso la discussione su questa possibili-

tà da teorica a concreta, tant'è che le conclusioni del Consiglio europeo iniziano a proporre la creazione di un meccanismo informale di allarme, di scambio di informazioni e di valutazione (cellula di crisi finanziaria) che associa rappresentanti della presidenza in carica, del presidente della Commissione, del presidente della Bce (in collegamento con le altre banche centrali europee), del presidente dell'eurogruppo e dei governi degli stati membri.

La crisi finanziaria che stiamo attraversando ha origini reali (la caduta del valore degli assets "tossici" dati come garanzia di mutui *sub-prime*) e inevitabilmente nel mondo reale ritornerà. Tutti gli organismi di previsione e le istituzioni internazionali hanno aggiustato al ribasso le loro previsioni. La causa è da ricercarsi nella probabile riduzione della crescita a seguito del necessario *deleveraging* originato dalla crisi finanziaria, ossia la restrizione al credito per il sistema delle imprese che rischia di avere luogo, dovendo le banche ridurre la leva finanziaria, minata *in primis* dalla caduta del valore degli attivi<sup>9</sup>.

Da questo punto di vista, vi sono due strade che l'autorità di politica economica può percorrere per agevolare tale operazione:

- evitare una eccessiva caduta del valore dell'attivo: questo era lo scopo originario del piano Paulson americano, realizzato con l'ipotesi di frenare il *deleveraging* attraverso la creazione di un fondo pubblico *ad hoc* che si

<sup>8</sup> Si veda a questo proposito la lettera del 14 ottobre dei capigruppo italiani al Parlamento europeo, M. Mauro (Ppe) e G. Pittella (Pse) al presidente della Commissione europea, al presidente del Consiglio europeo in esercizio e al presidente della Banca centrale europea.

<sup>9</sup> Nel caso italiano, ad esempio, una stima di Confindustria riporta che il settore industriale ha un totale cumulato di debiti con il settore bancario pari a circa 850 miliardi, di cui 420 che necessiteranno di un rinnovo a breve scadenza.

doveva occupare di comprare gli assets "tossici" delle imprese per poi ricollocarli, con un congruo sconto, sul mercato in un secondo periodo.

- Ricapitalizzare le banche, anche attraverso la sottoscrizione da parte dello stato di azioni<sup>10</sup>.

In Europa un piano simile a quello americano è, per il momento, difficilmente implementabile (e l'opposizione tedesca a questa idea lo dimostra) in quanto governi diversi hanno problemi diversi in termini di solvibilità del loro sistema finanziario. Gli assets "tossici" in Europa sono distribuiti in maniera eterogenea tra paesi e tra investitori: ve ne sono probabilmente in misura maggiore nelle banche del paese A e B, e meno nelle banche del paese C, ma i fondi pensione e assicurazioni del paese C sono probabilmente più esposti al problema. Inoltre gli standard contabili per le società quotate non consolidate restano ancora eterogenei, il che aggrava la difficoltà a gestire un fondo comune in tal senso. Piuttosto, in Europa si sta seguendo la strada che passa attraverso la ridefinizione delle norme di contabilità delle banche, che sono state autorizzate ad abbandonare temporaneamente il modello di valutazione dell'attivo *mark to market*, ossia al valore di mercato (valutazione che il mercato non è al momento in grado di fare in maniera *fair*), a favore di norme che contabilizzano gli attivi sulla base dei modelli di

valutazione delle banche dei rischi di inadempimento<sup>11</sup>.

Sul fronte della ricapitalizzazione delle banche, lo stesso piano Paulson negli Usa è stato progressivamente riorientato in questo senso, data la obiettiva difficoltà a mettere in piedi un meccanismo complesso di aste per l'acquisto dei titoli "tossici". La ricapitalizzazione del sistema in Europa è ancora più agevole, data la situazione complessivamente favorevole del risparmio pubblico e privato per Eurolandia<sup>12</sup>. Tuttavia, occorrerà fare in modo che la nuova liquidità immessa venga veicolata almeno in parte al mondo delle imprese attraverso la ripresa della normale attività di intermediazione. Questo *ear-marking* dei fondi a favore dei beneficiari finali (le imprese, soprattutto quelle medio-piccole, che più rischiano di essere negativamente colpite dalla stretta creditizia) deve essere un impegno comune di tutti i governi che, a diverso titolo, stanno diventando "azionisti" del sistema creditizio. Lo stesso Eurogruppo ha dichiarato che, in deroga alle norme sugli aiuti di stato, i governi potranno imporre delle condizioni ai beneficiari dei dispositivi di garanzia, tra cui l'impegno di finanziamento dell'economia reale.

<sup>11</sup> Si è inoltre data la possibilità alle banche di trasferire parte degli strumenti finanziari dal *trading* (dove l'ammontare delle perdite su più anni non è possibile) verso il *banking book* (dove invece l'ammortamento pluriennale è possibile).

<sup>12</sup> La somma di debito pubblico e privato negli Stati Uniti corrisponde al 350% del Pil; in Europa siamo intorno alla metà di questo valore. La stessa Commissione europea ha dichiarato che sarà possibile usare le regole di flessibilità inserite nel Patto di crescita e stabilità per consentire gli interventi degli stati a carico del bilancio pubblico.

Come conseguenza ultima di questa serie di azioni, la *governance* europea dovrà tenere in conto il fatto che il sistema nel suo complesso sarà soggetto a un'intermediazione statale molto più elevata degli anni scorsi. A partire dagli anni Ottanta, l'economia europea ha attraversato una lunga fase di disintermediazione statale e di privatizzazione che ha indubbiamente portato a più competitività nel sistema. In particolare nel mondo bancario, ciò ha anche portato a un'elevata internazionalizzazione del sistema che ha offerto più scelta a prezzi più bassi ai clienti/risparmiatori. Basti pensare a come il sistema bancario italiano è cambiato nel giro di 20 anni: alla fine degli anni Ottanta esistevano 6 istituti di interesse nazionale sostanzialmente pubblici che davano vita ad un sistema rigido e poco competitivo, progressivamente trasformatosi in pochi anni dalla privatizzazione, in un mercato più dinamico e aperto alla concorrenza internazionale. L'impatto della ricapitalizzazione, fatta con le risorse dei contribuenti, non deve dunque trasformarsi in una ridotta competitività del sistema che andrebbe a danno dei clienti/risparmiatori e che quindi vedrebbe i cittadini pagare due volte per lo stesso intervento. Per evitare che la presenza statale, resa necessaria dall'urgenza sopra descritta, porti indietro il sistema bancario a una situazione concorrenziale e di dinamismo industriale pre-privatizzazione, è allora essenziale che i governi, che sono riusciti a organizzare un'eccellente e ben coordinata *entry strategy* nel settore bancario europeo, siano pronti ad organizzare una egualmente efficiente *exit strategy* una volta realizzato l'obiettivo di un effettivo recupero di una situa-

<sup>10</sup> Nel caso italiano, ad esempio, il Dl. n. 155 prevede l'intervento di ricapitalizzazione del ministero dell'Economia in caso di una eventuale situazione di inadeguatezza patrimoniale della banca che non è possibile risolvere ricorrendo al mercato.

zione patrimoniale sana nelle banche ricapitalizzate.

## Conclusioni

Il sistema finanziario europeo è passato attraverso sei settimane particolarmente difficili fra il primo di settembre e il 12 di ottobre. La proposta di intervento coordinato fatta dai capi di stato e di governo della zona Euro il 12 ottobre a Parigi, poi confermata dal Consiglio europeo del 15 e 16 ottobre, ha permesso di evitare conseguenze più gravi su scala globale e ha dato un evidente messaggio di unità e di determinazione dei governi per mantenere il sistema finanziario funzionante.

Detto ciò la *governance* di un nuovo sistema caratterizzato nei prossimi 18-24 mesi da bassa crescita, grande intermediazione statale ed alta volatilità non sarà facile. L'Europa dovrà essere molto attenta a che questo nuovo panorama non le faccia perdere i progressi compiuti in termini di integrazione economica, produttività e di competitività degli ultimi anni.

La ricerca ISPI analizza le dinamiche politiche, strategiche ed economiche del sistema internazionale con il duplice obiettivo di informare e di orientare le scelte di policy.

I risultati della ricerca vengono divulgati attraverso pubblicazioni ed eventi, focalizzati su tematiche di particolare interesse per l'Italia e le sue relazioni internazionali e articolati in:

- ✓ Programma Caucaso e Asia Centrale
- ✓ Programma Europa
- ✓ Programma Mediterraneo e Medio Oriente
- ✓ Programma Russia e Vicini Orientali
- ✓ Programma Sicurezza e Studi Strategici
- ✓ Progetto Argentina
- ✓ Progetto Asia Meridionale
- ✓ Progetto Diritti Umani
- ✓ Progetto Disarmo
- ✓ Progetto Emergenze e Affari Umanitari
- ✓ Progetto Internazionalizzazione della Pubblica Amministrazione

ISPI  
Palazzo Clerici  
Via Clerici, 5  
I - 20121 Milano  
[www.ispionline.it](http://www.ispionline.it)

Per informazioni:  
[ispi.policybrief@ispionline.it](mailto:ispi.policybrief@ispionline.it)  
[ispi.policybrief1@ispionline.it](mailto:ispi.policybrief1@ispionline.it)

© ISPI 2008