

**UNIVERSITA' DI BARI**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE**

**MODULO 16**  
**La crisi dell'euro**

**CORSO DI POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE**  
**2017-18**  
**Prof. Gianfranco Viesti**

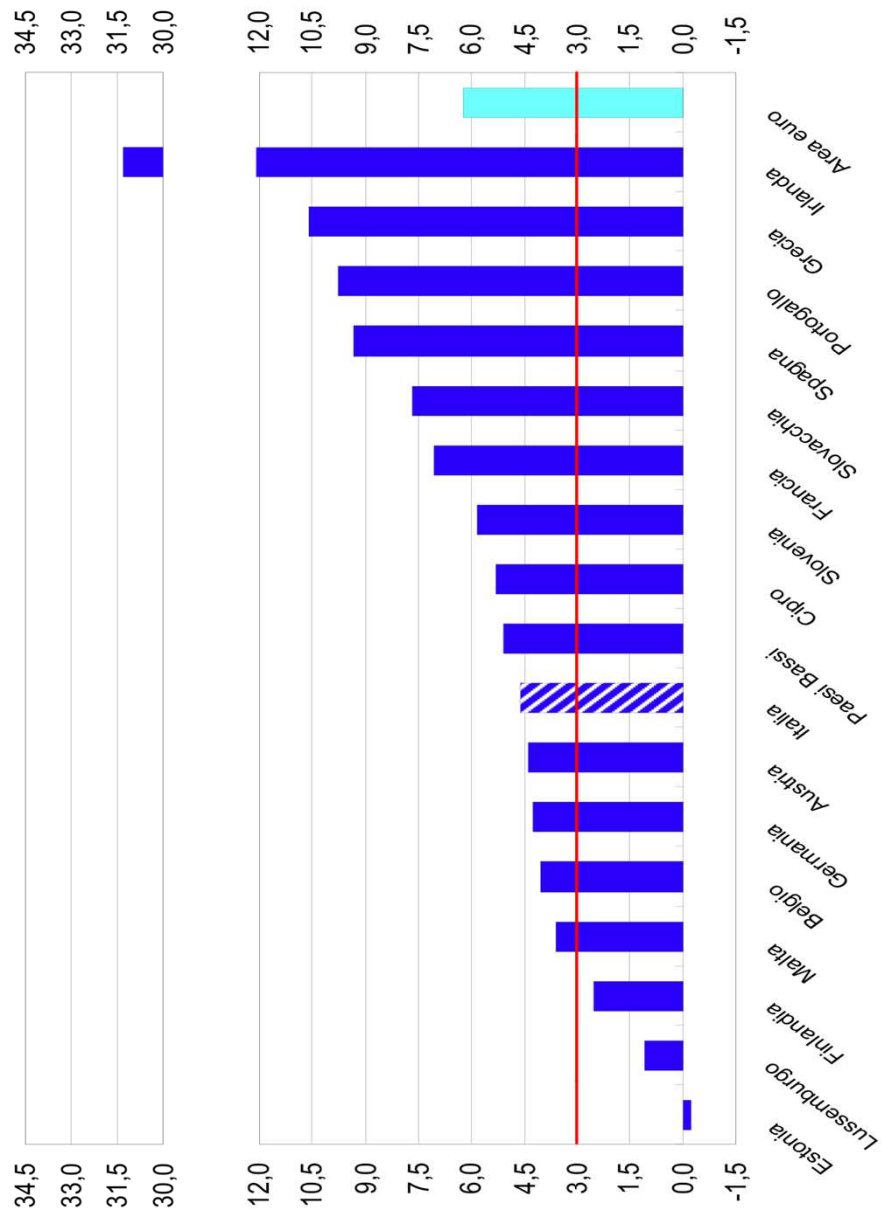
**In Europa, tutti i paesi affrontano una profonda recessione nel corso del 2009. Ma anche grazie agli interventi di politica fiscale (assai minori in Italia) a partire dal 2010 la situazione economica inizia a migliorare.**

## **La prima recessione inizia nel II trimestre del 2008 e termina alla fine del II trimestre 2009.**

- La zona euro registra tassi di crescita positivi dal post-crisi in avanti. Ma con forti differenze tra i paesi membri: la Germania ha una ripresa molto più forte rispetto ai paesi della “periferia”.
- I governi sono però pesantemente intervenuti nel salvataggio del settore bancario e nel sostegno dell’economia, con deficit pubblici ben al di là del limite del 3%.

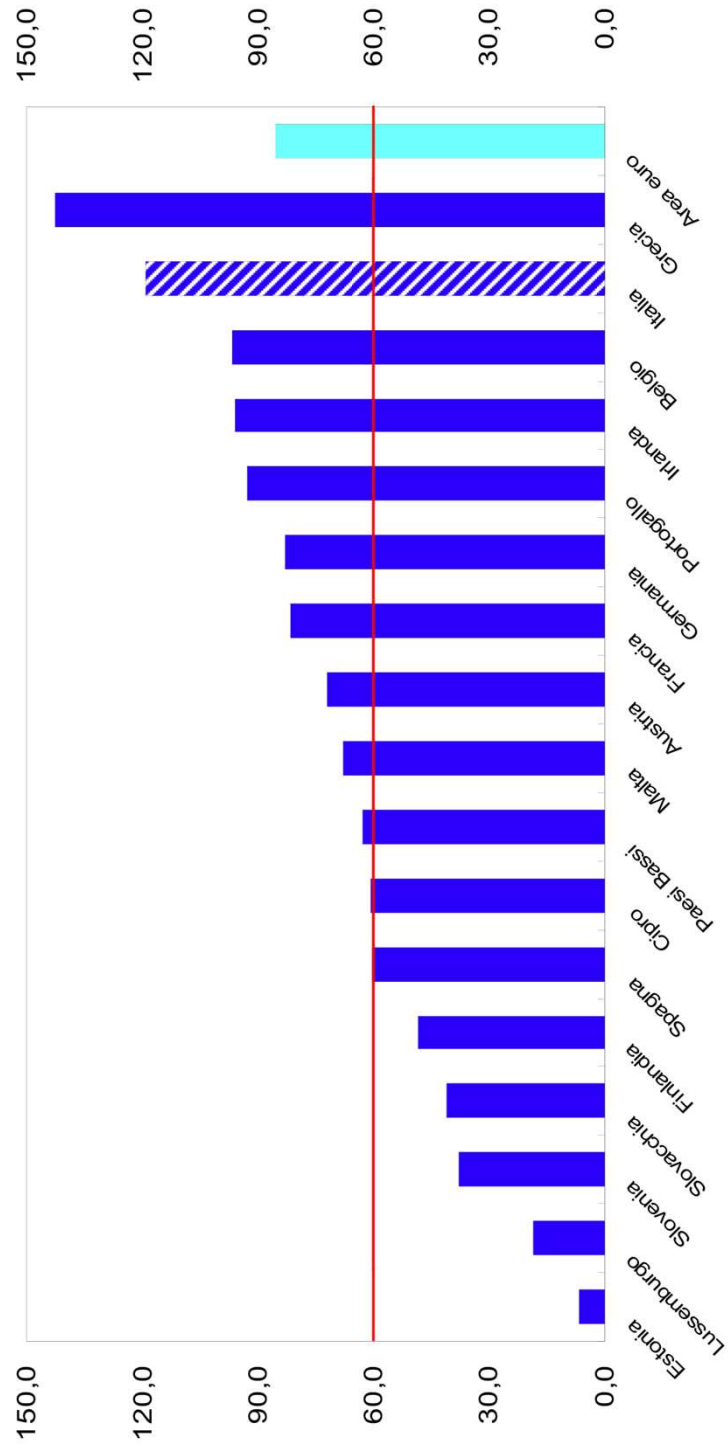
- Nel 2010 la media del deficit nell'area dell'euro tocca il 6%, con punte del 31% in Irlanda (enorme salvataggio bancario) e oltre il 9% in Spagna, Portogallo e Grecia
- Il debito si impenna in molti paesi
- Dal 2010 in tutta l'area euro si torna ad una forte austerità fiscale

**Indebitamento netto (+) o accreditamento netto (-)  
nei paesi dell'area dell'euro nel 2010**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

## Debito pubblico lordo nei paesi dell'area dell'euro nel 2010 (in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

**Quando la congiuntura sembra migliorare, e la grande crisi essere ormai alle spalle, scoppia in Europa una seconda grande crisi.**

- essa non è più internazionale, ma fortemente concentrata nell'area euro. È intimamente legata alle scelte di politica economica che abbiamo visto nelle precedenti lezioni, sommate agli effetti della crisi internazionale.

# La crisi di agosto 2011

**Tra luglio e agosto 2011 aumentano le turbolenze in Europa in particolare su tre fronti:**

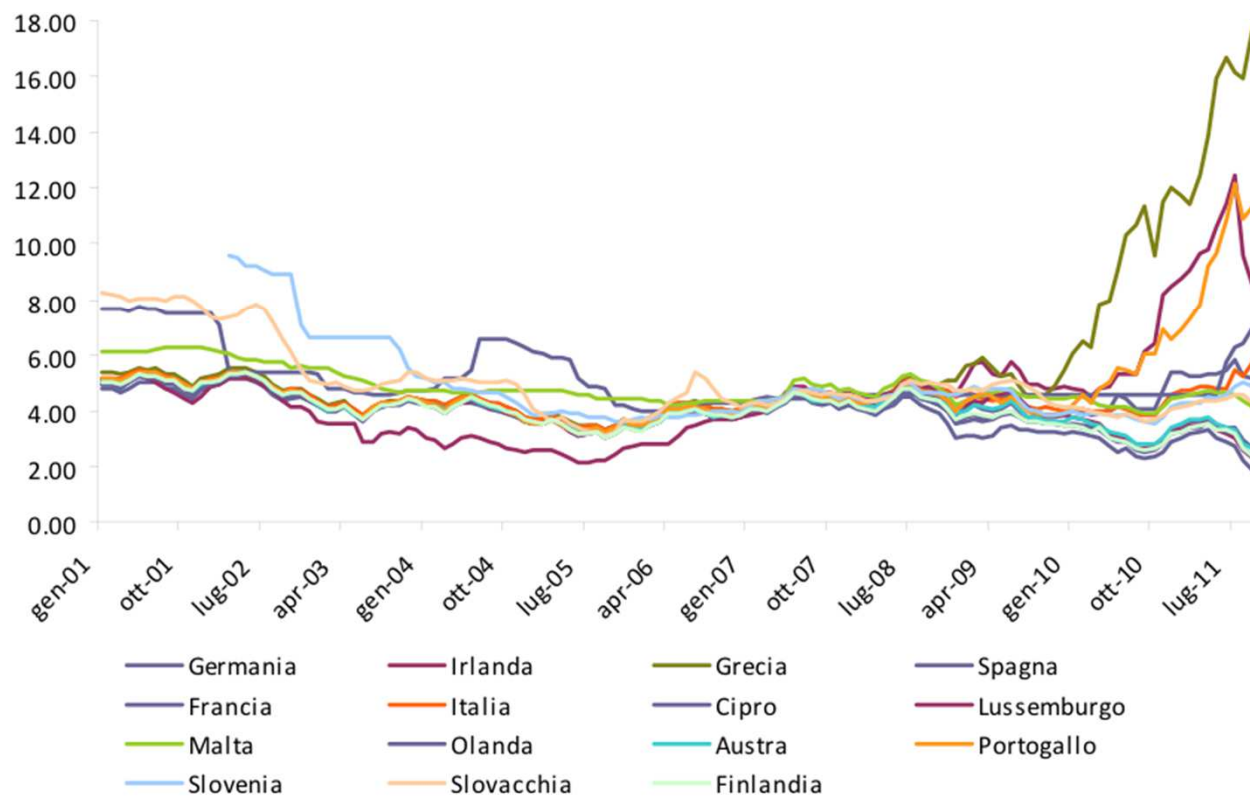
1. mercato di Borsa: crolli continui degli indici
2. mercato dei titoli di Stato: forti spostamenti di fondi a danno dei paesi deboli e a favore della Germania (e degli USA)
3. mercato interbancario: recrudescenza della crisi di liquidità



**La crisi si manifesta sotto forma di ripetuti, successivi ampliamenti dello spread (differenza nei tassi di interesse) dei titoli spagnoli e italiani rispetto al tasso sui titoli di stato (bund) tedeschi a lungo termine, che si aggiungono all'aumento dello spread di Grecia, Portogallo, Irlanda.**

**Timori di “rottura” dell'euro.**

# Tassi d'interesse sui titoli di Stato (scadenza decennale)



Fonte: ECB.

**La crisi internazionale è divenuta crisi dell'euro.** Vediamo che cosa accade e perché.

Perché la crisi finanziaria e la recessione internazionale si trasformano in crisi della finanza pubblica in Europa e mettono a rischio lo stesso euro?

I motivi sono da ricercare, oltre che nell'eccezionalità della crisi economica, nelle specifiche debolezze dell'Eurozona.

**I Trattati di Maastricht, Amsterdam e Lisbona non prevedono il rafforzamento del bilancio federale, al contrario sono basati su una difesa delle prerogative nazionali in materia di politica fiscale.**

- Ci si era convinti che l'integrazione economica avrebbe progressivamente ridotto l'entità e la frequenza degli shock asimmetrici.

- La maggior preoccupazione era individuare vincoli alle politiche di bilancio dei paesi dell'Unione Monetaria (UM) in modo da evitare squilibri di finanza pubblica non fronteggiabili dalla BCE cui è fatto esplicito divieto di finanziare i debiti sovrani (clausola *no bail-out*).

**Quindi, per 20 anni la politica di bilancio è stata sinonimo di disciplina fiscale.**

**Con la crisi finanziaria del 2008, lo stimolo fiscale torna a essere l'unico strumento possibile per cercare di assorbire l'enorme shock negativo di domanda aggregata, provocato da:**

- crollo della ricchezza finanziaria privata
- crollo della fiducia delle imprese
- rischio di “*credit crunch*” (cioè forte contrazione del credito all'economia) innescato dall'illiquidità delle banche e dalla loro necessità di risanare i propri bilanci dopo che il valore di alcune attività finanziarie era precipitato

## **La crisi internazionale porta alla luce le fragilità e gli squilibri esistenti all'interno della zona euro.**

Si tratta, di un duplice squilibrio:

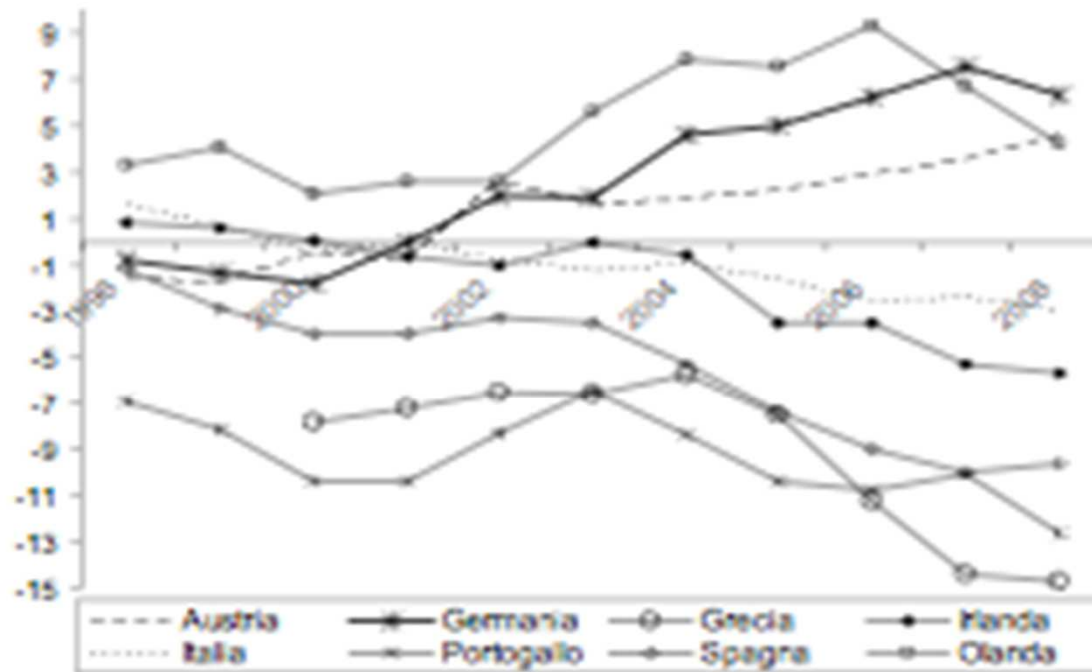
- da un lato *nella competitività*, nella crescita e quindi nella bilancia commerciale
- dall'altro di *squilibri di bilancio pubblico*, che hanno origini diverse nei paesi dell'eurozona

# 1. Squilibri della Bilancia Commerciale

All'interno dell'Eurozona si crea una netta divisione tra Paesi stabilmente in deficit di bilancia commerciale e paesi in surplus. Il conto delle partite correnti dei principali paesi dell'area euro mostra chiaramente che, nel 1998-2008, quelle di Germania, Olanda e Austria sono stabilmente in surplus, mentre quelle dei paesi periferici (Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna) e (in misura molto minore) dell'Italia registrano sistematicamente dei disavanzi.



## Saldo delle Partite Correnti (%PIL)



Fonte: OCSE

## **Nel decennio ci sono state divergenze nelle performances dei paesi dell'euro.**

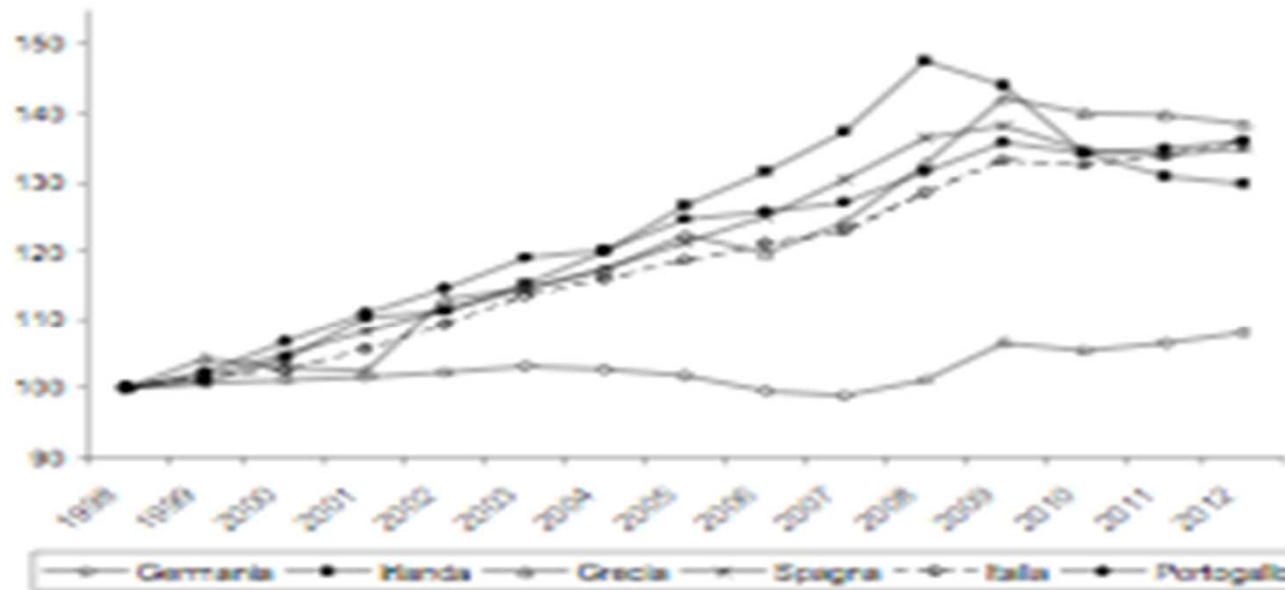
- In alcuni (Germania) è cresciuta la produttività, i costi di produzione sono rimasti stabili o sono diminuiti e l'inflazione è stata minore, e quindi
  - sono aumentate le esportazioni
  - molto meno l'import, con un persistente, crescente saldo positivo della bilancia commerciale

**Perchè la Germania (considerata “il malato d’Europa” a inizio secolo) ha aumentato tanto la competitività del proprio export rispetto ai paesi della periferia dell’euro?**

## **Più fattori:**

- Una notevole moderazione salariale, grazie anche agli incisivi cambiamenti sul mercato del lavoro introdotti dai governi Schroeder ad inizio anni 2000 (Riforme Hartz)
- L'accettazione da parte dei sindacati di incrementi salariali molto modesti, inferiori a quelli della produttività
- La riorganizzazione della produzione nei lander orientali e soprattutto nell'Europa dell'Est, con salari e costi di produzione molto inferiori

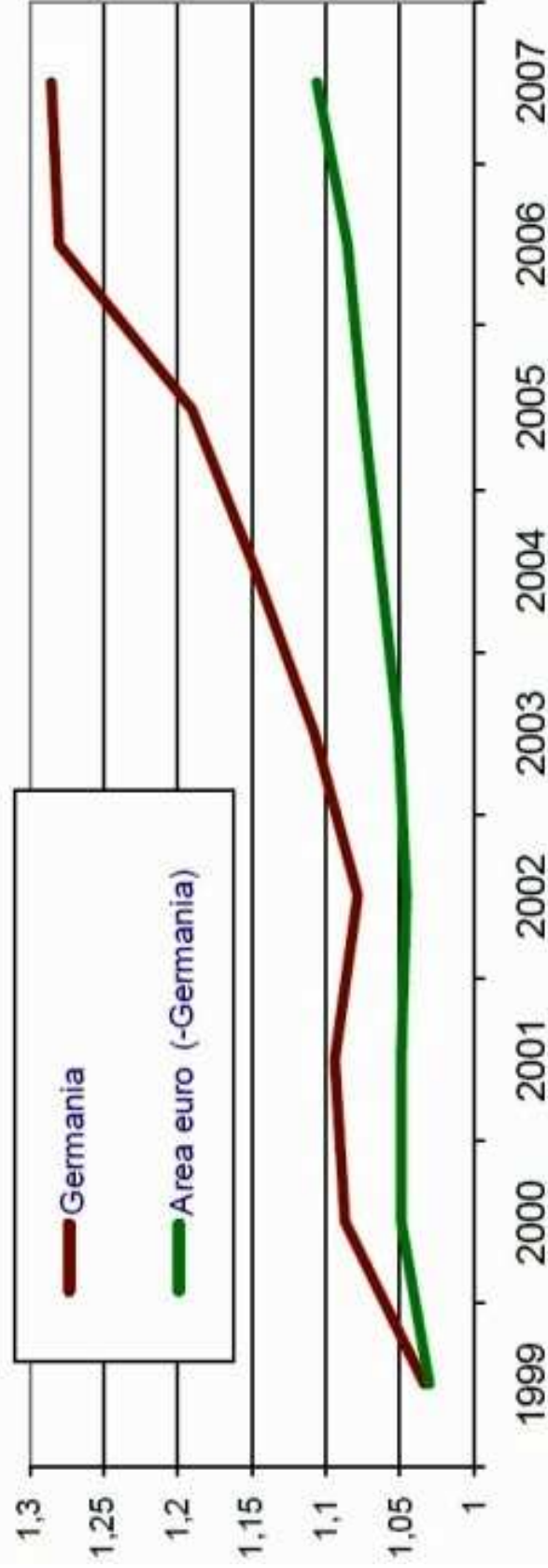
## Costi Unitari del Lavoro (1998 = 100)



Fonte: Dati Eurostat.

- Fattore decisivo è l'euro, che elimina cambi intra-eurozona. Senza l'euro, un surplus commerciale avrebbe portato alla rivalutazione del marco riducendo competitività di prezzo all'export tedesco (come avveniva negli anni 90) e riequilibrando le bilance commerciali
- Questo si somma alla persistente grande forza tecnologica e innovativa dell'industria tedesca

**Fig. 2 Produttività totale fattori: manifattura / altri settori**



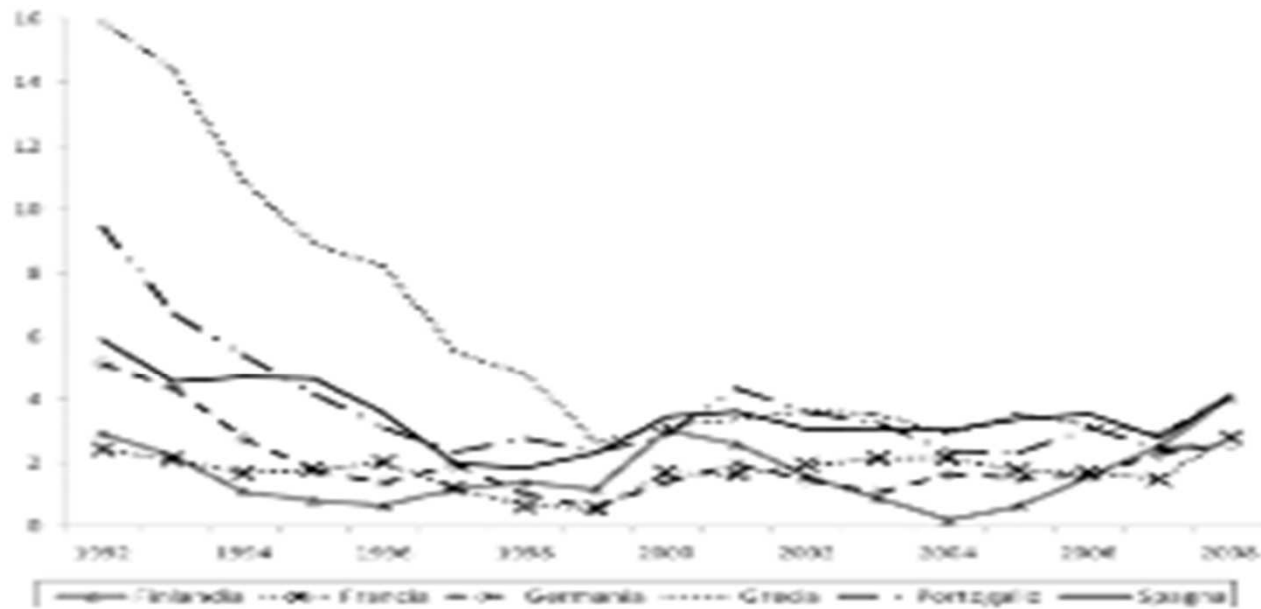
Fonte: elaborazioni su dati Euklems

**A partire dal 1998, cioè dalla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le valute dei paesi aderenti all'Euro, c'è stata una crescita dei costi di produzione nei paesi periferici e in Italia, mentre gli stessi costi sono rimasti sostanzialmente invariati in Germania, dove è anche molto aumentata la produttività.**



**Inoltre, i tassi d'inflazione nei paesi UME, sebbene si siano ridotti con l'introduzione dell'Euro, mostrano comunque differenze fra Stati membri, più alti nei paesi periferici.**

## Tassi d'inflazione nei paesi UME (1992 – 2008)



Fonte: OCSE

1. Nei paesi periferici crescono gli incentivi a indebitarsi, poiché, il tasso d'interesse nominale fissato dalla BCE è molto basso; e il tasso d'interesse reale è ancora minore nei paesi con tasso d'inflazione più alto.
2. Nei paesi periferici le importazioni crescono più delle esportazioni, poiché la maggior crescita dei costi e dei prezzi porta ad un apprezzamento del cambio reale che favorisce le prime (import) e scoraggia le seconde (export).

**A questo deficit commerciale si fa fronte attraverso un surplus dei movimenti di capitale (la BP è sempre in pareggio!), sotto forma di prestiti.**

- Sono banche dei paesi dell'Europa centro settentrionale, in particolare tedesche e francesi, a prestare ingenti risorse ai paesi della periferia, sia ai privati, sia ai Governi, acquistando titoli privati e pubblici.

**Sia i debitori, sia i creditori, accettano il rischio di questi prestiti, perché entrambi sono convinti che, i paesi che si indebitano saranno in grado di pagare regolarmente gli interessi (bassi, perché i tassi sono bassi) e di restituire il capitale.**

**In particolare alla Germania conviene trasformare il proprio avanzo commerciale in prestiti ai paesi del Sud Europa, perché così li finanzia e li mette in condizione di continuare ad acquistare le proprie merci**

**L'afflusso notevole di prestiti non si trasforma in investimenti in grado di determinare un miglioramento della bilancia commerciale.**

- Essi vengono utilizzati principalmente dal settore pubblico (Grecia) e dal settore immobiliare (Spagna, Irlanda) e non aumentano la competitività.

## **Il finanziamento internazionale a basso costo**

- in Grecia sostiene l'indebitamento pubblico
- in Spagna e in Irlanda favorisce il crearsi di una grande bolla immobiliare (aumento dei prezzi delle case, dell'attività edilizia, dei mutui)



**I flussi annuali così si ripetono e si sommano, e si determina l'emergere di un rilevante debito con l'estero, privato e pubblico. Parallelamente la Germania accumula un credito molto rilevante.**

## **In sostanza vi è uno shock asimmetrico:**

- Un aumento strutturale di competitività dell'economia tedesca (e dei paesi ad essa legati), rispetto a quella dei paesi periferici del Sud Europa (e Irlanda)
- Questo shock è precedente alla crisi internazionale (che fa solo da detonatore di una situazione già problematica)

## Come si sarebbe dovuto riassorbire?

- Germania avrebbe dovuto rivalutare: ma è impossibile con l'euro.
- Germania avrebbe dovuto aumentare i salari e quindi i prezzi, e perdere gradatamente competitività: ma non lo fa (per motivi ideologici e perché teme l'instabilità e l'inflazione).
- Germania avrebbe dovuto fare una politica fiscale espansiva per accrescere il proprio import, ma non vuole farla (per motivi ideologici e per i vincoli del Patto di Stabilità).

# E allora?

**In un'area valutaria come è possibile assorbire altrimenti questo shock?**

- La mobilità del lavoro: ma è molto contenuta
- Movimento relativo dei prezzi e salari: è difficilissimo nei paesi periferici, perché in Germania aumentano molto poco; occorrerebbe ridurli, ma è molto costoso sul piano sociale
- Occorrerebbe un forte aumento di produttività. Ma non è certo facile ottenerlo

## **Si crea una visione del problema che sarà decisiva**

- La colpa dello squilibrio è dei debitori, tocca a loro l'onere dell'aggiustamento
- In Germania si pensa: noi siamo bravi e virtuosi, tocca agli altri organizzarsi di conseguenza.

## **Ma è altrettanto vero che la colpa è anche dei creditori:**

- Germania esporta tanto perché c'è l'euro che le garantisce competitività! con il marco avrebbe avuto forte rivalutazione.
- Germania guadagna anche finanziando con le proprie banche i paesi in deficit.

**In paesi come *Spagna e Irlanda* è dunque il settore privato a contribuire alla creazione di ampi deficit pubblici**

- In questi paesi l'instabilità finanziaria è stata il risultato di comportamenti viziosi delle banche, della finanza, del settore immobiliare

**Ma Maastricht/Patto di Stabilità non prevedono alcun criterio per l'indebitamento privato/estero.**

Approccio molto ideologico (Stiglitz 2016):

- I problemi possono venire solo dai comportamenti dell'operatore pubblico
- I privati, per definizione, seguono le logiche di mercato e non creano instabilità



**Ma una volta che il settore bancario è entrato in sofferenza, anche a seguito della crisi internazionale, il debito privato si è rivelato insostenibile, e il settore pubblico è dovuto intervenire.**

- Questo ha portato a enormi deficit pubblici.

Es. Irlanda: nel 2007 il debito pubblico era pari al 25% PIL, nel 2010 ha raggiunto il 105% per effetto di una serie d'interventi straordinari del Governo per salvare il settore bancario.

**Invece sia in Grecia che in Portogallo è stato invece il settore pubblico a generare direttamente squilibri considerevoli, con ampi deficit pubblici che contribuiscono a far crescere rapidamente il debito estero.**

Es. Grecia: l'instabilità finanziaria è derivata dalla presenza di debito e deficit pubblici elevati, occultati grazie a comportamenti fraudolenti non monitorati dalle autorità sovranazionali competenti.

- Il maggior punto di debolezza per l'**Italia** è costituito dall'alto debito (e quindi dalla necessità di finanziarlo), più che dal deficit.

**Durante la prima fase della crisi i governi centrali dei paesi membri dell'UE sono intervenuti per sostenere l'economia e salvare le banche.**

**L'aumento del debito pubblico produce aumento del pagamento degli interessi, e quindi del deficit.**

**Questo crea “rischio paese”!**

In una situazione di perfetta mobilità dei capitali, e di assenza di tasso di cambio, ciò determina una pressione all'aumento dei tassi di interesse (“premio del rischio”)

**L'introduzione dell'euro ha portato inizialmente alla convergenza pressochè totale dei tassi d'interesse sui titoli di stato a lungo termine dei paesi membri.**

## **Perché?**

- Non ci sono tassi di cambio e quindi aspettative di deprezzamento.
- Anche per le regole del Patto di Stabilità le finanze pubbliche sono sotto controllo, non c'è rischio paese

**Con lo scoppio della crisi finanziaria, questo “periodo di grazia” ha avuto termine.**

- In pochi mesi i tassi sui titoli di stato del debito pubblico dei diversi paesi UME tornano essere caratterizzati da una sostanziale e crescente divergenza (aumento dello “spread”).

## **Tutto comincia in Grecia.**

- Nel 2010 si scopre, dopo le elezioni vinte dal PASOK (socialisti), che il deficit pubblico era molto più alto di quanto si sapesse ufficialmente, in presenza di un alto debito.

**Al tempo stesso la crisi economica riduce fortemente il PIL e quindi il gettito fiscale, facendo crescere il rapporto deficit/PIL e il rapporto debito/PIL**

- La situazione comincia ad avvitarsi
- Per ridurre il deficit pubblico sono necessari aumenti delle tasse e riduzioni di spesa
- Ma queste misure deprimono sempre più l'attività economica e rendono più difficile raggiungere gli obiettivi di finanza pubblica (in % del PIL). Gravi ripercussioni sociali
- La modesta posizione competitiva (Grecia produce/esporta poco: prevalentemente servizi marittimi e turistici) e la mancanza di deprezzamento del cambio, non consentono di aumentare l'export

- Si comincia a pensare che “la Grecia non ce la farà” a finanziare il debito in scadenza e a restituire il debito totale.
- Aumenta il rischio paese. Quindi si chiedono tassi di interesse sempre più alti sui titoli pubblici greci. Per la prima volta dall'introduzione dell'euro i tassi di interesse in un paese cominciano a divergere rispetto agli altri.
- Molti operatori speculano contro la Grecia e aggravano la situazione.



- Con tassi alti i prestatori guadagnano molto.
- Ma lo straordinario aumento dei tassi di interesse rende sempre più difficile raggiungere gli obiettivi di finanza pubblica.
- Al tempo stesso aumenta il rischio per le banche greche (che hanno molti titoli di stato greci) e quindi anche per loro diventa difficilissimo finanziarsi.
- La situazione si avvita e precipita.

# **Che succederà alla Grecia?**

## **Rischio paese:**

### **si comincia a pensare che possa**

- restituire solo in parte il suo debito
- dichiarare “default” (fallimento), come l’Argentina

### **ma anche che possa**

- uscire dall’euro e quindi si crea un rischio di deprezzamento della ipotetica valuta (titoli pubblici sono greci: con uscita dall’euro sarebbero ridenominati in dracme)

**Ma si comincia a pensare che se questo evento, fino a ieri ritenuto impossibile, diviene possibile in Grecia, lo stesso può accadere in altri paesi europei.**

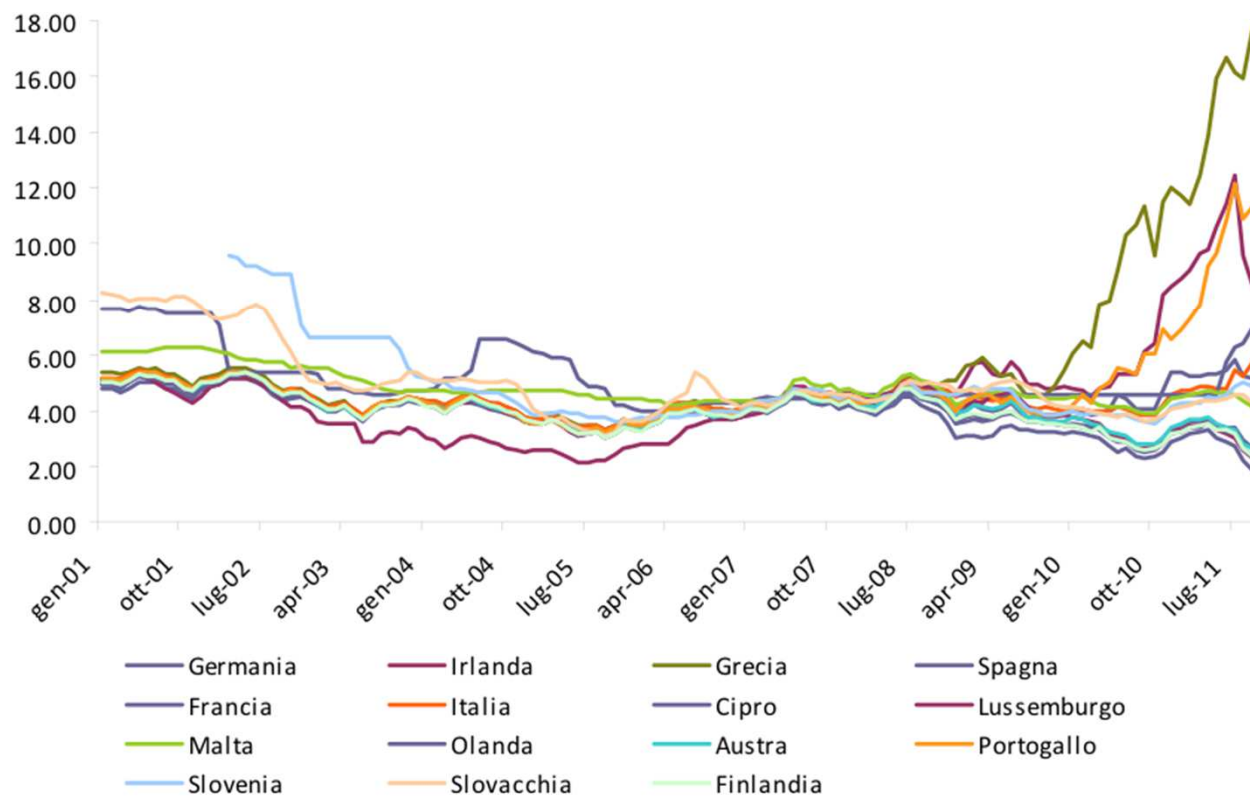
**Quali?**

- Quelli con deficit e/o debito pubblico più alto e minor crescita
- I paesi della periferia

**I tassi aumentano prima in Grecia (inizio 2010) e poi in Portogallo e in Irlanda (metà 2010).**

**La crisi poi esplode nell'estate 2011, con il coinvolgimento di Spagna e Italia, economie più grandi e importanti.**

# Tassi d'interesse sui titoli di Stato (scadenza decennale)



Fonte: ECB.

**Come nella crisi asiatica di fine anni 90, si ha quindi un fenomeno di contagio, indotto dalle aspettative:**

- sulla capacità del debitore di ripagare
- sulla stabilità stessa del “tasso di cambio” (possibilità, prima ritenuta impossibile, di una uscita di un paese dall'euro)

Aumenta il rischio di investimenti in altri paesi euro; quindi vengono chiesti tassi di interesse sui titoli pubblici sempre più alti; ma questo a sua volta rende più precaria la finanza pubblica.

**I mercati finanziari prendono anche coscienza delle implicazioni del divieto di interventi di salvataggio da parte della BCE dei paesi UE (no bail-out):**

- i differenziali di rendimento tra titoli di stato dei paesi membri aumentano repentinamente
- peggiorano le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche nei paesi UE in difficoltà

**I differenziali tra titoli di stato vengono quindi a dipendere da una doppia componente: nazionale e europea.**

- **Componente nazionale** = > legate alle debolezze delle singole economie e finanze pubbliche (*rischio sostenibilità*)
- **Componente europea** = > incompletezza del disegno istituzionale dell'area e conseguenti timori di rottura dell'unione monetaria (*rischio di ridenominazione*)



**Nazionale** = rischio paese, legato alle difficoltà finanziarie pubbliche dei singoli Stati membri

**Europea** = rischio di “cambio”, legato alla possibilità di un ritorno alle valute nazionali (fortemente deprezzate)

- Se la rottura dell'euro fosse ritenuta impossibile, questa seconda componente sarebbe zero.

## **Il ruolo della componente “europea” è importante.**

Nel 2011 la Banca d'Italia stima che, di un differenziale di tassi di interesse rispetto alla Germania che tocca il 5%, per l'Italia solo il 2% sia attribuibile ai problemi di finanza pubblica, e il 3% al rischio “europeo” di “ridenominazione”.

**I paesi in difficoltà mettono in atto politiche fiscali fortemente restrittive per salvare i bilanci pubblici, anche seguendo le regole europee. Ma queste hanno gravi effetti sociali.**

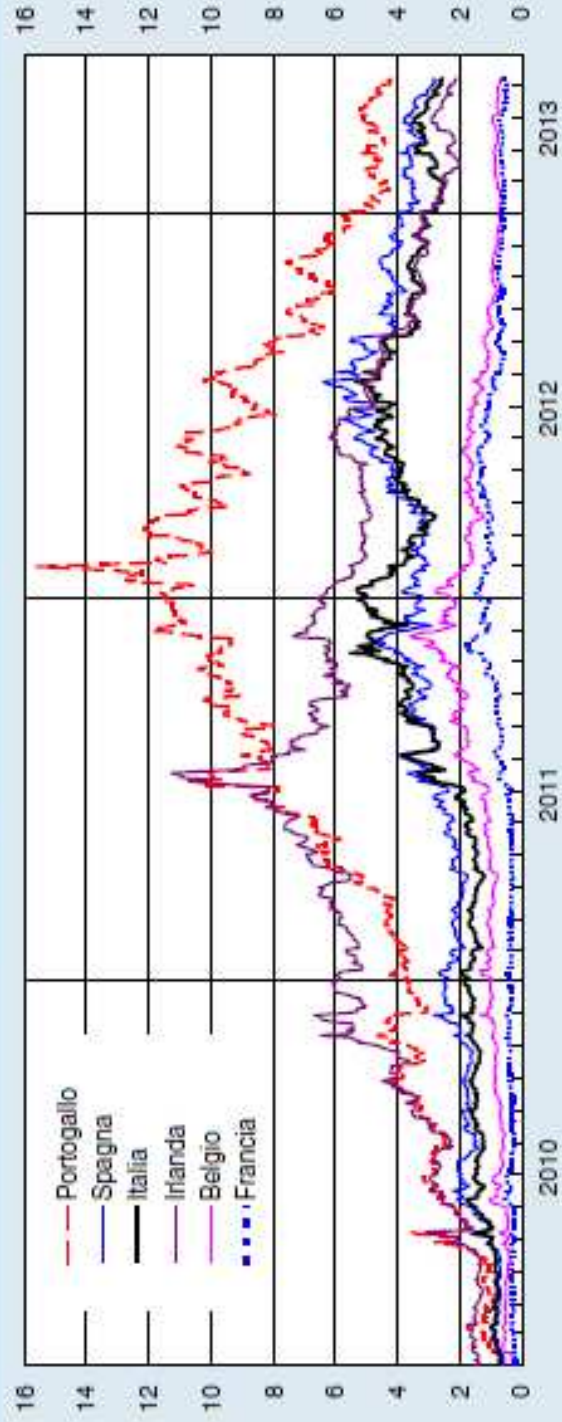
E, soprattutto, le politiche di austerità si avvitano su se stesse.

- La struttura fiscale deprime il PIL, e quindi mentre riduce il deficit, non riduce (anzi fa crescere) il rapporto deficit/PIL

**Nonostante la stretta fiscale, la componente dello spread dovuta al rischio di denominazione non diminuisce e contribuisce ad aggravare la situazione.**

**Fino al 2012 (intervento BCE, vedi lezione successiva) i paesi con un comportamento fiscale “virtuoso”, che fanno i “compiti a casa”, non vengono “premiati” dai mercati dei capitali, che continuano a temere la rottura dell’euro.**

**Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco**  
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

## Determinanti del peggioramento dell'economia italiana nel 2012

Stima Banca d'Italia

	%
Misure di finanza pubblica	-1.0
Spread	-1.5
Peggioramento ciclo internazionale	-0.5
<b>Totale</b>	<b>-3.0</b>

Fonte: I. Visco, 1.9.2013

**La stretta fiscale è accompagnata in Grecia, Spagna e Portogallo da significative riduzioni salariali, per riguadagnare competitività.**

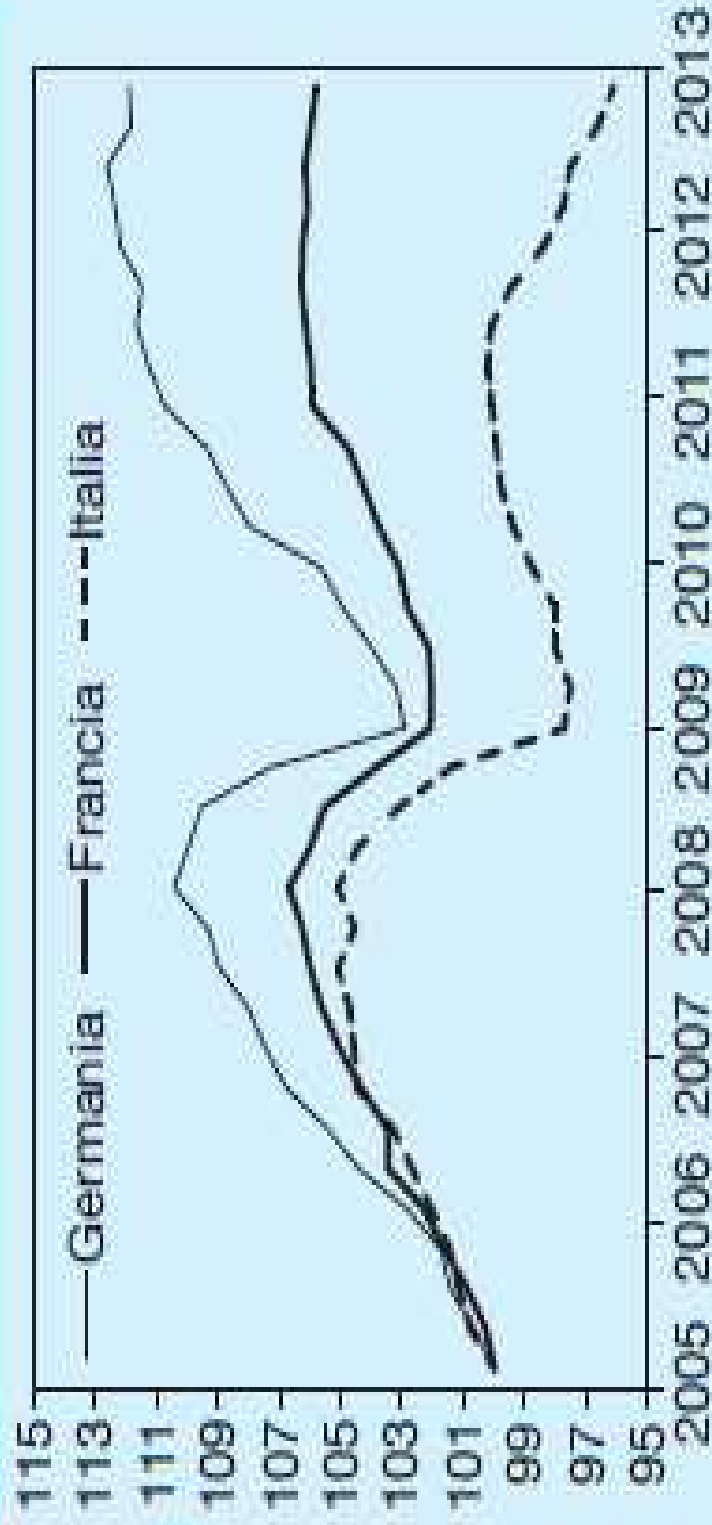
Come nel XIX secolo (gold standard) si reagisce a un deficit commerciale con recessione e inflazione.

**Ciò ha un impatto fortissimo nel mercato del lavoro, provocando un'impennata dei tassi di disoccupazione.**

**Questo accade naturalmente solo nei paesi della “periferia” europea, mentre nell’Europa centro settentrionale l’andamento dell’economia è decisamente migliore, con la Francia a metà strada.**



(PIL reale, Indici 1° trim. 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

**Area Euro: si amplia il divario Nord - Sud**  
(PIL reale, indici 2005.Q1=100)



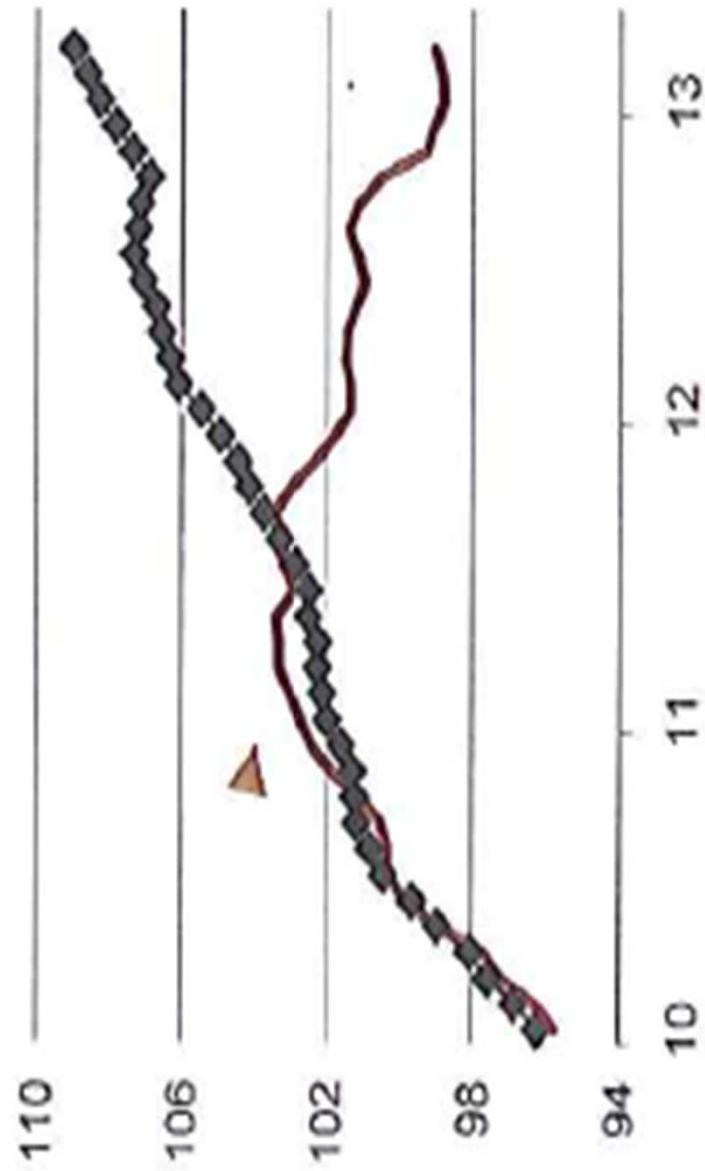
Il Sud comprende Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Malta, Portogallo.  
Fonte : elaborazioni CSC su dati Eurostat.

**Nonostante l'alto deficit nel Regno Unito la situazione è migliore.** Perché lì c'è, insieme alla moneta nazionale, una Banca centrale nazionale, che acquista tutti i titoli pubblici invenduti mantenendo anticipatamente bassi i tassi di interesse.

**Lo stesso accade negli Stati Uniti, pur in presenza di squilibri di bilancio almeno pari a quelli dei paesi periferici. Anzi, negli Stati Uniti (origine della crisi), da metà 2011 la produzione cresce molto più rapidamente che nell'area euro.**

## Produzione industriale

— Area euro —◆— Usa



Indice 2010 = 100; m.m. 3 term.:  
elaborazioni su dati Cpb

**La circostanza che molti paesi europei mettano in atto contemporaneamente politiche fortemente restrittive ha un effetto particolarmente negativo:**

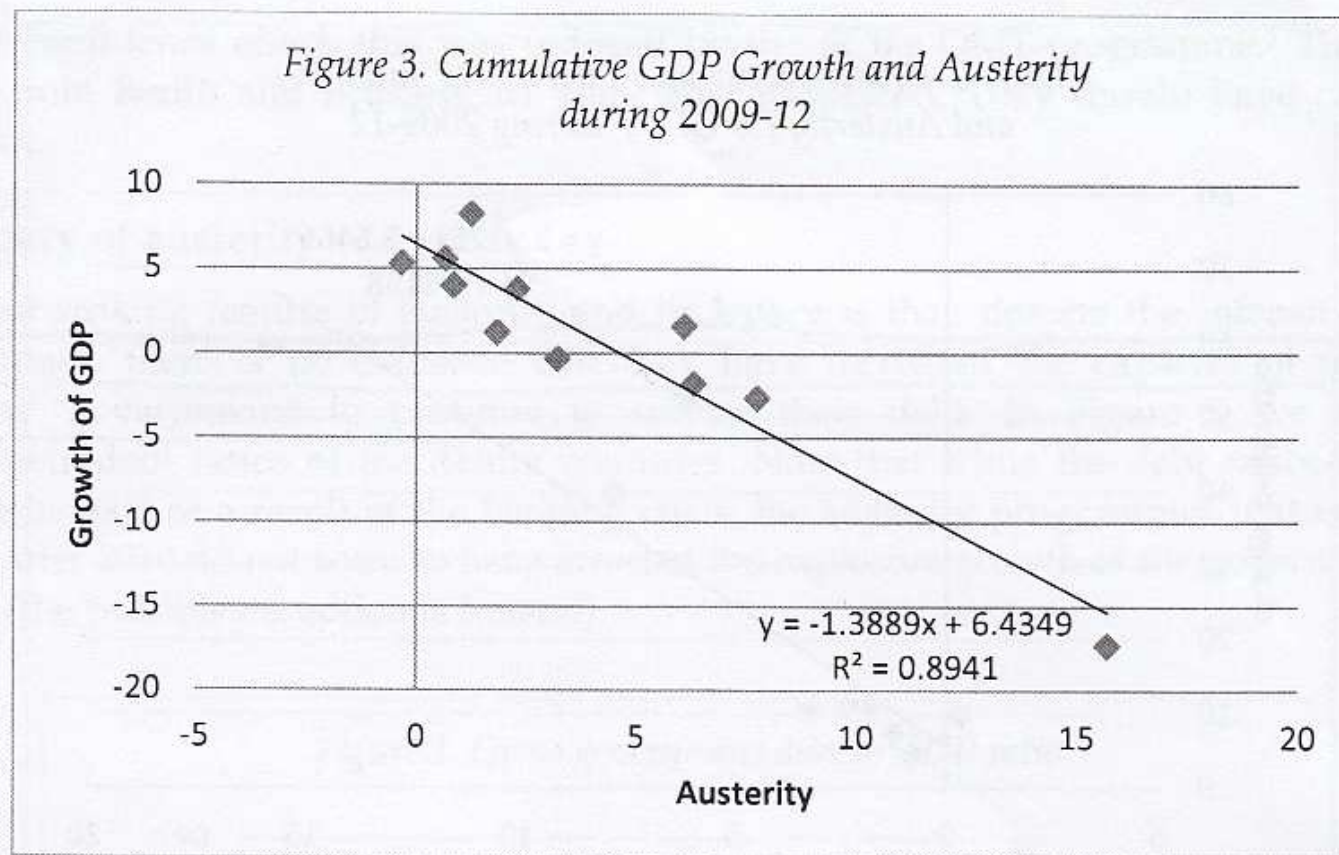
- ciascun paese deprime la domanda e quindi l'import rendendo difficile l'export dei paesi in difficoltà

## **L'effetto restrittivo di queste politiche viene inizialmente sottostimato**

- Solo nel 2013 Il Fondo Monetario Internazionale pubblica un rapporto nel quale calcola l'impatto fortemente negativo dell'austerità, invitando i paesi europei a cambiare indirizzo.

## **Diviene evidente che:**

- i paesi soggetti a politiche di forte austerità hanno una forte recessione
- i paesi soggetti a politiche di forte austerità hanno un peggioramento (e non un miglioramento!) del deficit e del debito pubblico perché crolla il PIL

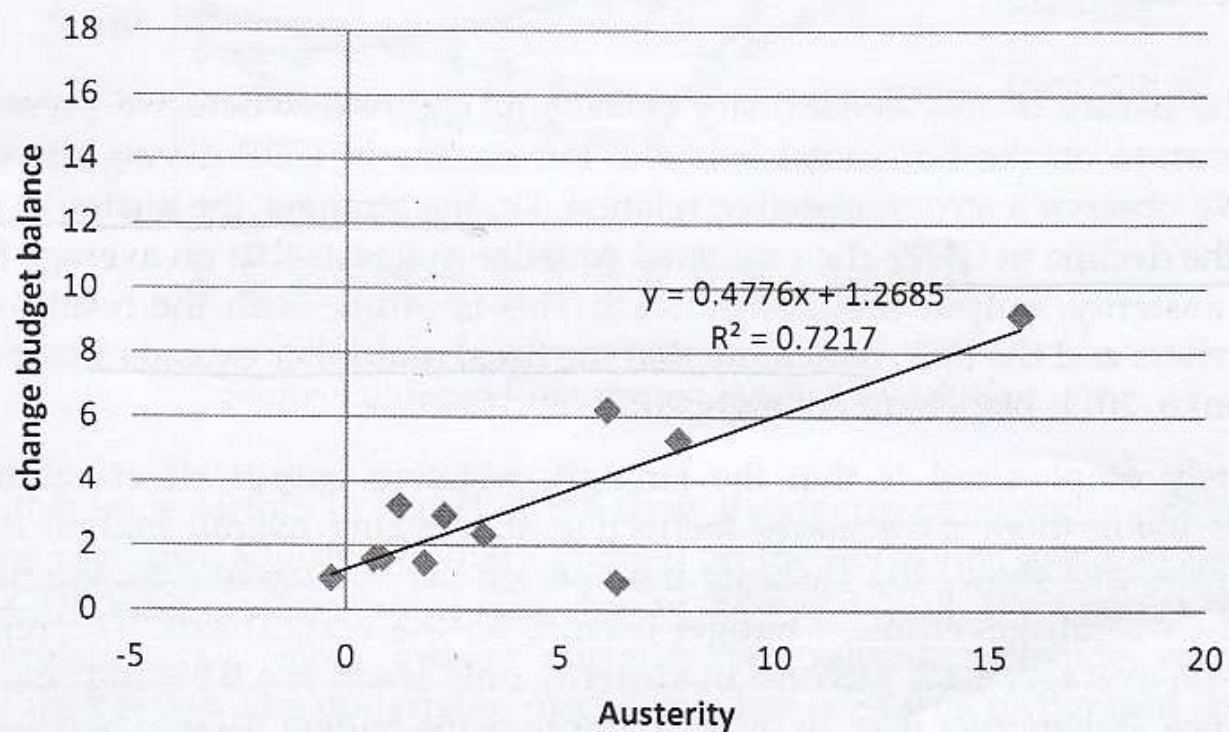


Sources: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013 and European Commission, AMECO.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

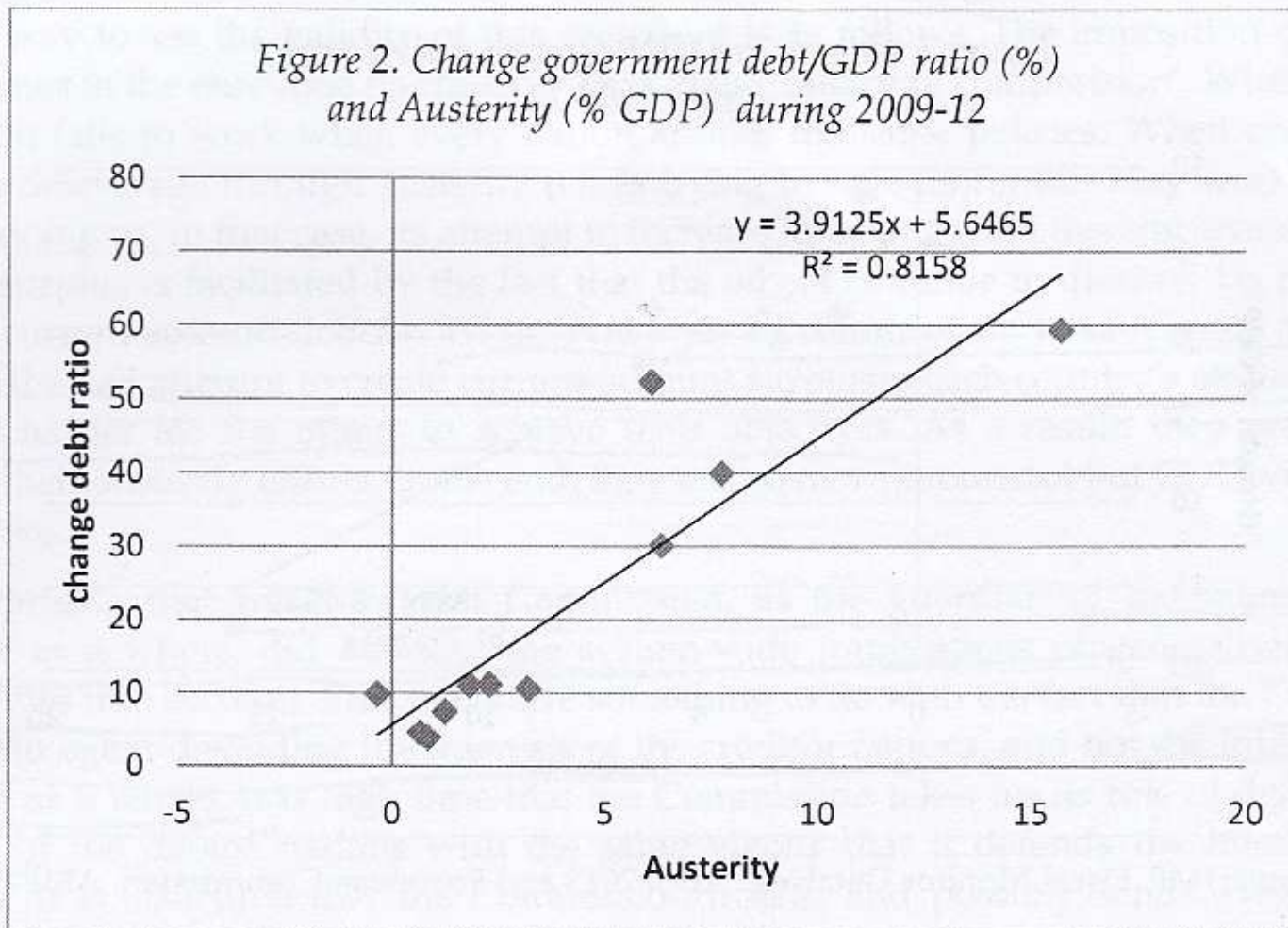


Figure 4. Change in Budget balance (%GDP ) and Austerity during 2009-12



Source: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013.

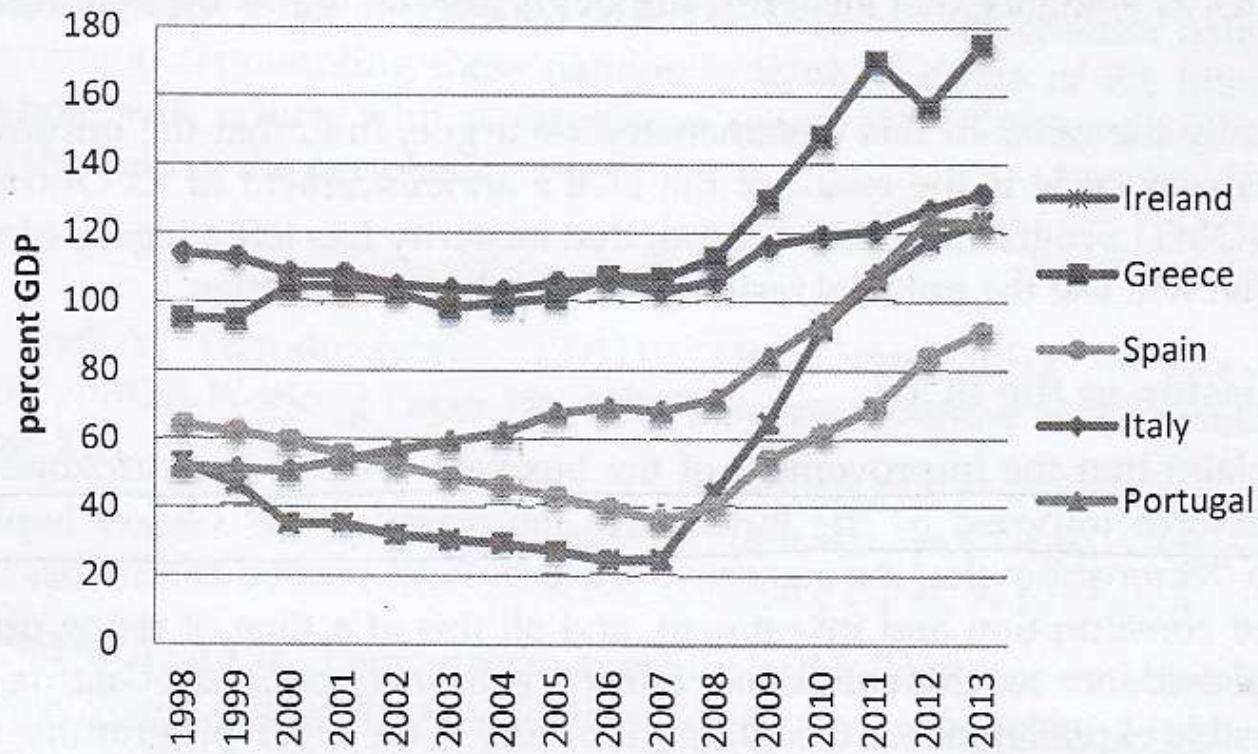
Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013



Source: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

Figure 1. Gross government debt to GDP ratio



Source: European Commission, AMECO database.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

**Il crollo della domanda interna crea una forte  
contrazione della base industriale, specie in Italia.**

## **La crisi della finanza pubblica aggrava la situazione delle banche.**

- Le banche erano già in una situazione difficile. Ora, aumenta il loro rischio perché hanno molti titoli pubblici in portafoglio. Aumenta molto per loro il costo di finanziarsi, perché crescono i tassi di interesse (il rischio paese sovrano vale anche per loro).
- Perdono molto valore in Borsa. Ma perdono valore, con le difficili prospettive di crescita, anche i titoli azionari non bancari.

- Quasi metà dei 6.500 mld di titoli di Stato emessi da Governi della zona euro mostra segnali di innalzamento del rischio di credito.
- Le banche che detengono quantità considerevoli di titoli di Stato ora divenuti più volatili e rischiosi sono in serie difficoltà sui mercati.

- Le banche si sono assunte rischi indiretti sul debito pubblico degli Stati prestando soldi a banche che detengono titoli di Stato a rischio.
- Le garanzie statali hanno perso implicitamente valore, si è ridotto il valore dei titoli di Stato usati come garanzia, sono aumentati i margini di garanzia e il declassamento del rating degli Stati si è portato dietro un declassamento del rating delle banche.



**Si ha quindi una contrazione del credito bancario e un aumento dei tassi.**

- L'aumento dei tassi bancari nei paesi periferici crea un ulteriore vantaggio competitivo per la Germania

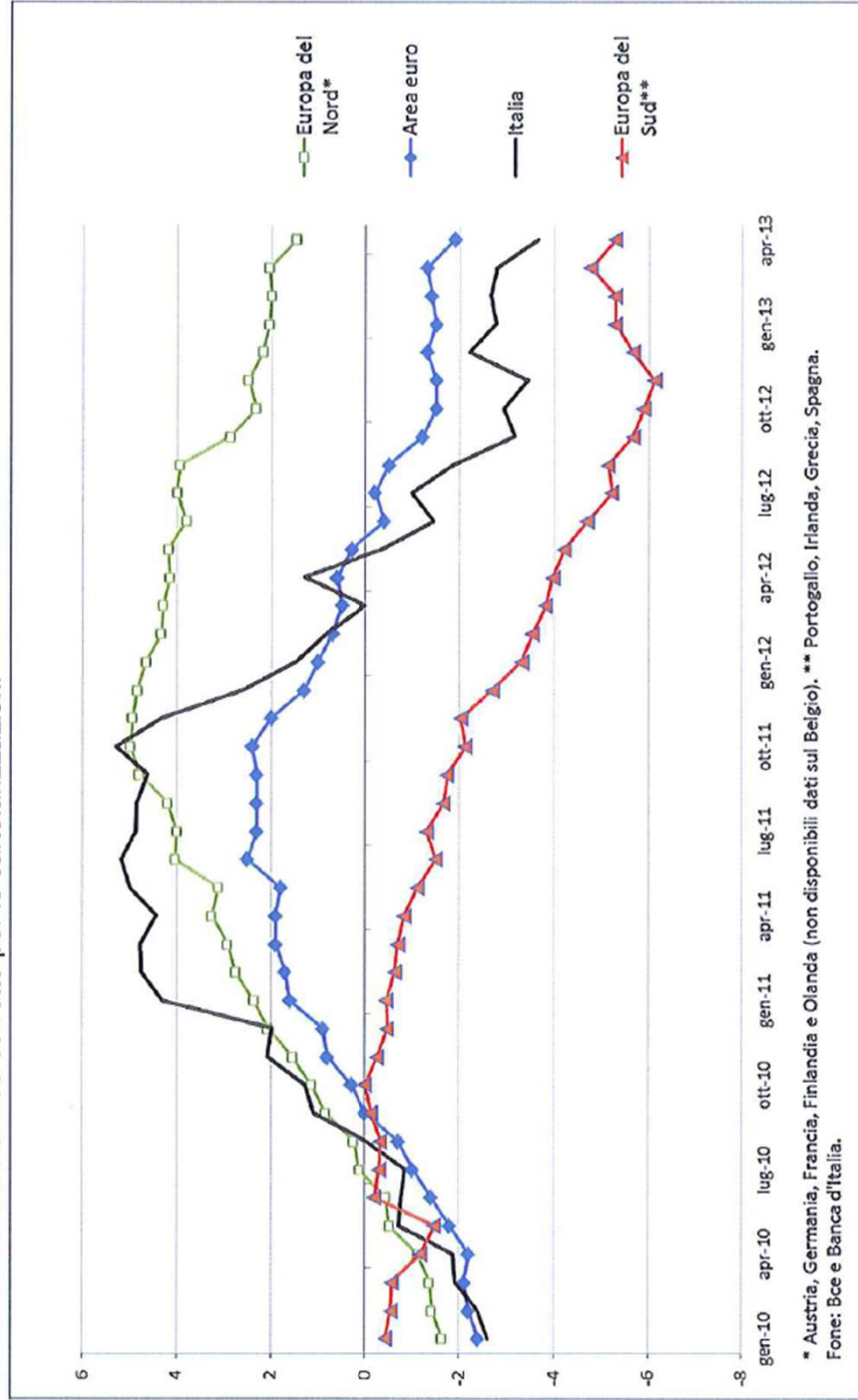
**La crisi del debito pubblico si lega così strettamente alla crisi bancaria.**



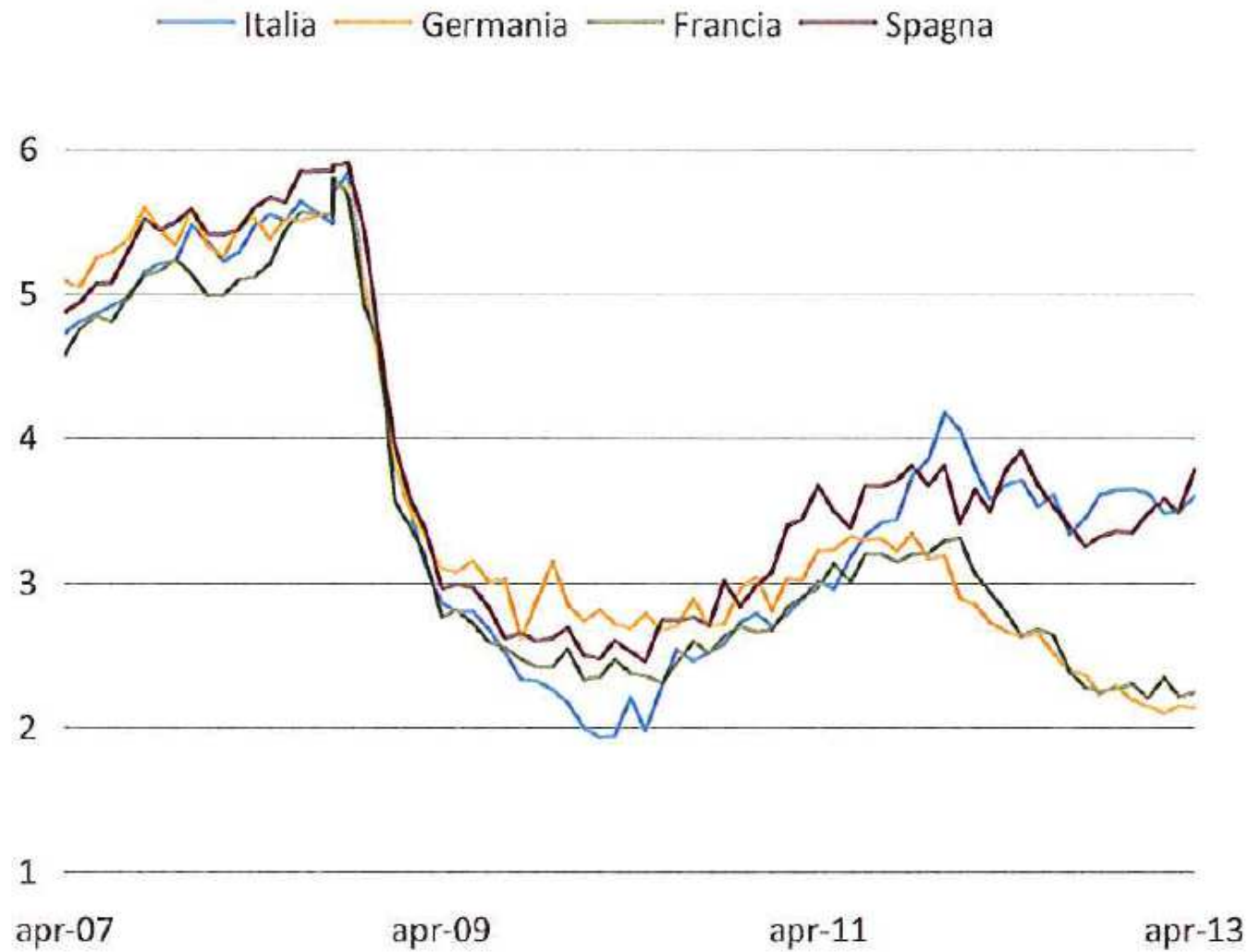
## 1) L'evoluzione del credito: un confronto europeo

### Impieghi alle società non finanziarie

Variazioni su base annua corrette per le cartolarizzazioni



## Tassi di interesse sugli impieghi alle imprese – nuove erogazioni



**Dunque la crisi finanziaria e poi economica internazionale è diventata “crisi del debito sovrano”:**

- tassi di interessi troppo alti sui titoli pubblici

**Punto chiave:**

- la crisi non ha in sé meccanismi automatici di aggiustamento

Il paradosso è che in Europa e nel mondo c'è una grande liquidità, ma questa non si dirige verso i titoli dei paesi coinvolti (pubblici e azionari) perché sono ritenuti troppo rischiosi.