



ALMA MATER STUDIORUM  
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE

I GRANDI TEMI DELLA POLITICA ECONOMICA

## L'euro a 20 anni: Come vorremmo riformarlo?<sup>1</sup>

8 marzo 2019 ore 17,00-19,00 – Sala Farnese di Palazzo d'Accursio (Bologna)

### MATERIALI PER LA DISCUSSIONE

#### Indice:

1) Introduzione	p. 1
2) L'Unione economica e monetaria: cos'è?	p. 2
3) Chi deve adottare l'euro?	p. 2
4) Perché l'UEM?	p. 3
5) Un'unione incompleta?	p. 4
6) Come funziona(va) l'UEM?	p. 5
6.1 - La prima ombra: le finanze pubbliche	p. 6
6.2 - La vera paura: il debito	p. 8
6.3 - La seconda ombra: macro-divergenze nell'area dell'euro	p.10
6.4 - In sintesi: lo scoppio della crisi	p.13
7) Rimediare alla fragilità dell'UEM. Quali riforme?	p.14
8) In conclusione	p.17
TESTI CITATI E PER APPROFONDIRE	p.18
APPENDICE I: Tre proposte di riforma	p.19
APPENDICE II: Dati su Deficit, Debito e Crescita	p.21

### 1. Introduzione

Il 1° gennaio 1999, dopo lunga preparazione, 11 paesi dell'Unione Europea hanno fissato irrevocabilmente i tassi di cambio, hanno affidato la conduzione della politica monetaria unica alla Banca Centrale Europea e hanno adottato una moneta (all'inizio solo elettronica) comune: l'euro.

Ora i paesi sono 19, l'euro è una moneta stabile e largamente diffusa anche oltre i propri confini: dal 1999, il tasso medio d'inflazione è stato 1,7%; l'euro è usato correntemente da 340 milioni di persone; costituisce il 20% delle riserve valutarie mondiali (il dollaro Usa il 21%); è usato nel 36% dei pagamenti globali (il dollaro 40%). A fine 2018, il 75% dei cittadini nell'area dell'euro si dichiarava favorevole alla moneta unica, secondo le rilevazioni dell'Eurobarometro.

Ma la crisi finanziaria del 2008 e la recessione che ne è seguita hanno colpito gravemente l'area dell'euro. Le fragilità dei sistemi produttivi, del sistema bancario e dei mercati finanziari hanno rivelato incompletezze o forse anche errori nell'architettura dell'Unione Economica e Monetaria (UEM).

<sup>1</sup> A cura di Graziano Moramarco e Riccardo Rovelli (5 marzo 2019).

In questo documento, discuteremo in particolare su due argomenti, sui quali vi è diversità di vedute:

- i. La **disciplina fiscale** è certo necessaria, ma lo sono altrettanto le attuali "regole" di politica fiscale per gli Stati membri? Oppure, come andrebbero riviste?
- ii. Sono, oggi, praticabili forme di *"risk sharing"* o di **assicurazione dei rischi tra Stati sovrani**? E il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) potrebbe assumere un ruolo in questa prospettiva? Oppure si rischierebbe di incentivare l'azzardo morale di stati fiscalmente irresponsabili?

Chi desidera subito entrare nel merito di queste questioni, può **saltare direttamente al paragrafo 7**. Chi invece vuole qualche spiegazione addizionale sulle motivazioni e sulle caratteristiche dell'unione monetaria tra i paesi che hanno adottato l'euro, può iniziare dal paragrafo che segue.

## 2. L'Unione economica e monetaria: cos'è?

L'Unione europea (UE) ha istituito, al proprio interno, un'**unione economica e monetaria, la cui moneta è l'euro** (Art. 3 del Trattato dell'Unione europea).

L'UE ha **competenza esclusiva per la politica monetaria degli Stati membri la cui moneta è l'euro** (Art. 3 del Trattato sul Funzionamento dell'UE). Questo significa che le competenze in merito alla politica monetaria sono interamente sottratte agli Stati membri che hanno adottato l'euro.

In generale, gli Stati membri e l'Unione adottano *"una politica economica che è fondata sullo **stretto coordinamento delle politiche economiche** degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza"* (Art. 119 TFUE).

In particolare, per quanto riguarda le politiche necessarie al buon funzionamento dell'UEM, le azioni richieste comprendono *"la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di **mantenere la stabilità dei prezzi** e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza. (...) Queste azioni degli Stati membri e dell'Unione implicano il rispetto dei seguenti principi direttivi: prezzi stabili, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane nonché bilancia dei pagamenti sostenibile."* (id.).

Nel capo relativo a *"Disposizioni specifiche agli Stati membri la cui moneta è l'euro"*, si precisa che il Consiglio europeo può adottare misure specifiche per tali Stati, al fine di **"rafforzare il coordinamento e la sorveglianza della disciplina di bilancio"** (Art. 136 TFUE). Infine: *"Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un **meccanismo di stabilità** da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una **rigorosa condizionalità**."* (id., come modificato nel 2013).

## 3. Chi deve adottare l'euro?

I Trattati prevedono una sorta di obbligo indiretto: se uno Stato che non ha adottato l'euro (tecnicamente: uno *"Stato membro con deroga"*) soddisfa i requisiti di convergenza, allora il

Consiglio europeo delibera (all'unanimità degli Stati membri la cui moneta è l'euro e dello Stato membro in questione) l'adesione di tale Stato all'euro.

#### **I requisiti di convergenza.**

Per adempiere gli obblighi relativi alla realizzazione dell'UEM, uno Stato membro deve realizzare "un alto grado di sostenibile convergenza" rispetto ai seguenti criteri:

- il raggiungimento di un **alto grado di stabilità dei prezzi**; questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi,*
  - la **sostenibilità della situazione della finanza pubblica**; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo,*
  - il rispetto dei **margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti dell'euro,***
  - i **livelli dei tassi di interesse a lungo termine** che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro con deroga e della sua partecipazione al meccanismo di cambio."*
- (Art. 140 TFUE).

In pratica però è facile sottrarsi a questa cooptazione. A parte Danimarca e Regno Unito, che godono di speciali esenzioni (le clausole di *opt-out*) e non sono definiti membri con deroga, per gli altri Stati è sufficiente non soddisfare uno dei requisiti di convergenza

Ad esempio la Svezia, scegliendo di rimanere al di fuori degli accordi di cambio del sistema monetario europeo, ha evitato l'obbligo di adozione dell'euro. In modo volontario o involontario, oltre alla Svezia sono fuori dall'euro diversi paesi entrati nell'UE dal 2004: Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Ungheria.

Per quanto riguarda il merito dei criteri di convergenza (definiti con maggior precisione dal Protocollo 13, allegato ai Trattati), per un verso essi contengono alcuni aspetti ormai anacronistici; per un altro vi è un certo consenso che essi sono comunque insufficienti a valutare il raggiungimento di, ed ancor meno a mantenere una sostenibile convergenza all'interno della moneta unica.

#### **4. Perché l'UEM?**

Le motivazioni per adottare una sola moneta ed una sola politica monetaria tra i paesi europei risalgono ai primi anni Settanta del secolo scorso, e si sono poi consolidate negli anni Ottanta. Sono sostanzialmente quattro:

1. L'unione monetaria è il naturale completamento di un mercato unico, ossia di un'area "dove beni e servizi, persone e capitali possano circolare liberamente e senza distorsioni alla concorrenza" (Rapporto Werner, 1970).
2. Dopo il crollo (nel 1971) del sistema di cambi fissi adottato a Bretton Woods nel 1944 (il cosiddetto *gold exchange standard*, in realtà centrato sul dollaro), i paesi europei ripiegarono progressivamente sull'idea che bisognasse almeno stabilizzare i rapporti tra le monete europee. D'altronde, le difficoltà sperimentate dal Sistema monetario europeo

(SME), basato su rapporti di cambio fissi ma revocabili, convinsero tutti che – se oltre a stabilizzare il cambio si desiderava anche mantenere la libertà di movimento dei capitali tra i paesi europei – l'unica soluzione era la rinuncia irrevocabile alla sovranità monetaria dei singoli paesi, e quindi l'adozione di una politica monetaria e di una moneta uniche.

3. Solo adottando una “moneta forte” (sull'esempio del marco tedesco) i paesi con istituzioni monetarie “deboli” (ossia prone a eccessiva inflazione) potevano sperare di raggiungere la stabilità dei prezzi...
4. ... ma solo adottando una moneta “federale” – e non semplicemente allineandosi alla politica monetaria della Bundesbank — gli altri paesi avrebbero potuto sperare di “temperare” l'eccessivo rigorismo tedesco.

In relazione all'ultimo punto, c'è naturalmente da chiedersi per quale motivo la Germania avrebbe mai accettato di rinunciare alla propria moneta. La risposta è da un lato (forse) nella radicata visione europeista di Helmut Kohl (che impose la sua volontà anche alla Bundesbank) ma soprattutto nell'implicito *do ut des*, che indusse gli altri paesi, in cambio della rinuncia tedesca alla propria sovranità monetaria, ad accettare senza più esitazione la riunificazione delle due Germanie (1990) e la nuova centralità che la Germania avrebbe assunto in una comunità il cui baricentro si stava spostando verso i paesi ex-socialisti.

## 5. Un'unione incompleta?

L'UEM prese pienamente vita il 1° gennaio 1999, con undici paesi membri: solo la Grecia venne pregata di ritardare il proprio ingresso, fino a che avesse potuto soddisfare anch'essa i criteri di convergenza – peraltro sin dall'inizio “interpretati”, nei confronti degli altri paesi, con ampia discrezionalità politica.

Tuttavia, rispetto ai criteri “ideali” di un'unione economica e monetaria, era ben chiaro che si trattava di un'unione ancora incompleta (vedi Paul De Grauwe, 2016). In sintesi: *“L'area dell'euro mancava di molte istituzioni storicamente associate con le unioni monetarie che hanno avuto successo: per esempio, una banca centrale che potesse effettivamente operare come market maker e come prestatore di ultima istanza, un'unione bancaria ed un'unione fiscale”* (Enrico Spolaore, 2013).

In seguito cercheremo di comprendere meglio alcuni aspetti di questa incompletezza. Qui cerchiamo di rispondere alla domanda: perché non si è scelto di realizzare sin dall'inizio un'unione “completa”? Suggeriamo una duplice risposta:

1. Le obiezioni e resistenze politiche (da parte degli Stati membri – sia i governi che l'opinione pubblica) a cedere altre funzioni politiche (in aggiunta a quelle di politica monetaria) sarebbero state assai maggiori. Al contrario, la prassi tutto sommato opportunistica suggerita dal *funzionalismo*<sup>2</sup> sin dai tempi di Jean Monnet era che convenisse aspettare fino

---

<sup>2</sup> Il funzionalismo (esemplificato al meglio nell'azione di Jean Monnet, uno dei padri fondatori della Comunità economica europea) è l'idea che il processo di integrazione sia spinto soprattutto da personalità e interessi che sappiano guardare oltre i confini del proprio paese, e che tale processo si articoli in una serie progressiva di trasferimenti di specifiche “funzioni” a favore di istituzioni sovranazionali – ciascun trasferimento attuato nel momento in cui se ne diffonde la percezione che sia divenuto urgente o conveniente.

a che l'urgenza di conferire all'Unione altri poteri politici non si fosse manifestata pienamente, nell'idea che a questo punto le resistenze politiche si sarebbero attenuate.

2. Una visione minimalista, iper-semplificata ed ottimista, dei compiti che avrebbero dovuto svolgere le politiche macroeconomiche per assicurare un buon funzionamento dell'UEM.

Quest'ultima semplificazione si articola in almeno due diverse dimensioni (o forse sarebbe meglio dire pregiudizi):

- L'idea che "nell'UEM si ridurrà l'occorrenza di shocks specifici ai singoli paesi membri". Questo dovrebbe verificarsi in virtù di una maggiore flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni, di una maggiore integrazione dei mercati finanziari e di un buon funzionamento della politica fiscale nei singoli paesi.<sup>3</sup>
- L'idea che compito della politica monetaria sia solo quello di mantenere la stabilità dei prezzi – e che adempiendo a ciò essa possa stabilizzare implicitamente anche ogni oscillazione ciclica della domanda aggregata.<sup>4</sup>

Dunque, è probabile che la fiducia nel funzionalismo alla Monnet per alcuni (e tra questi, i più ferventi federalisti), e per altri l'adesione alle visioni semplificate della nuova macroeconomia classica abbiano contribuito a spostare l'attenzione altrove, trascurando l'importanza (o sottovalutando l'urgenza) di dotare l'UEM di più completi strumenti di politica economica.

In questa visione si sono perciò trovati un po' paradossalmente a convivere da un lato quanti erano convinti dell'inutilità di affiancare all'euro un'unione politica o un'unione bancaria (tra questi la stessa Commissione europea, almeno nello scorso decennio [Commissione europea, 2008a] e economisti come Otmar Issing [2008]); dall'altra coloro che sottolineavano la temporaneità della costruzione monetaria adottata per l'UEM. Tra questi ultimi vi erano sia politici come Helmut Kohl ("*è assurdo aspettarsi che nel lungo periodo sia possibile mantenere l'unione economica e monetaria senza un'unione politica*", 1991) che economisti come Tommaso Padoa-Schioppa ("*l'euro è un passo avanti – ed un prerequisito per altri passi – verso l'unificazione politica dell'Europa*", 2004).

## 6. Come funziona(va) l'UEM?

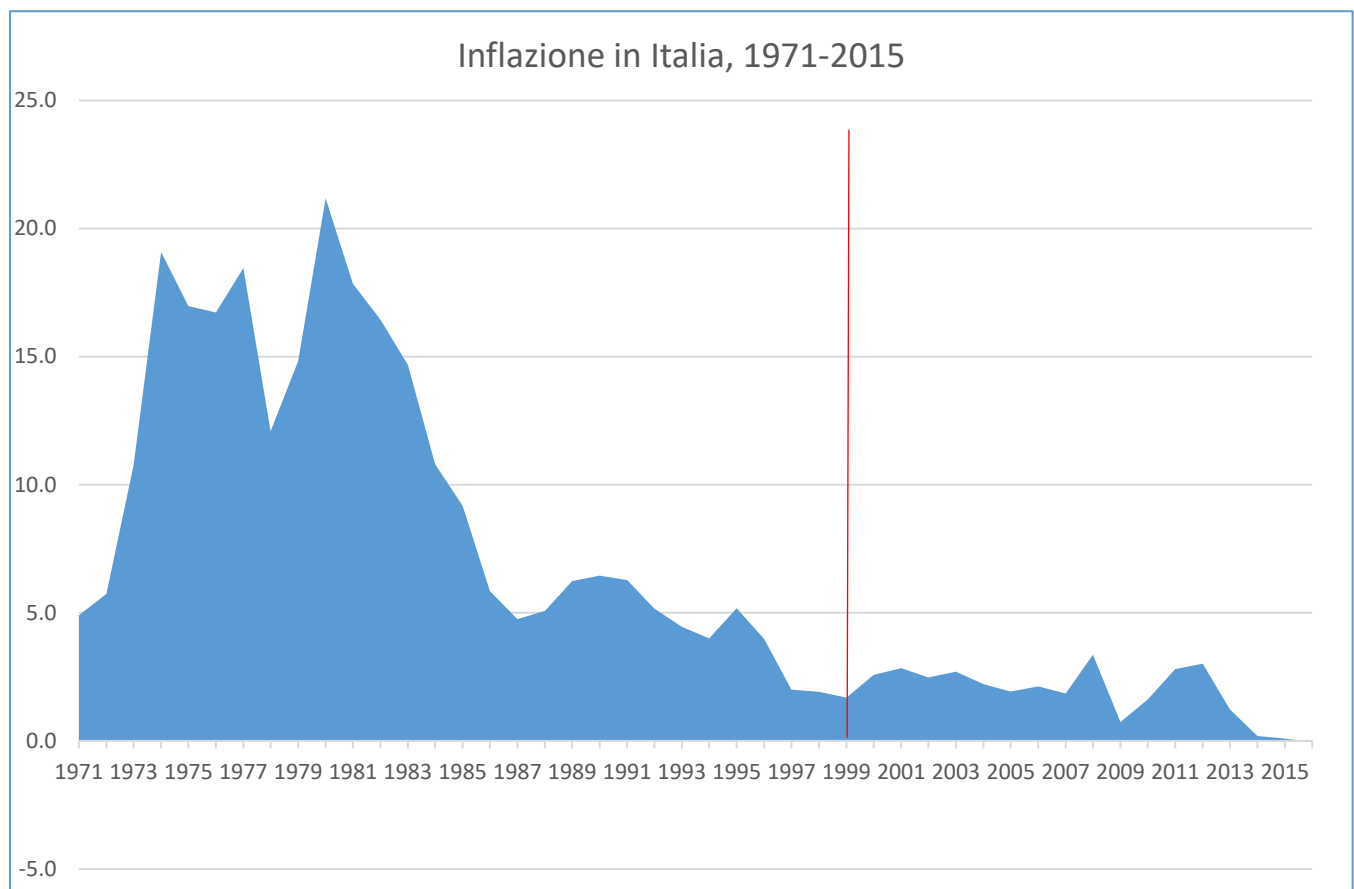
Nel corso dei primi dieci anni dell'euro – fino all'inizio della Grande Recessione – ma indubbiamente anche negli anni successivi e fino ad oggi, l'Eurosistema (il sistema della BCE e delle Banche Centrali Nazionali che ne implementano le decisioni di politica monetaria) ha saldamente raggiunto l'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, definita come "*un tasso di inflazione inferiore a, ma prossimo al 2%*": dal 1999 al 2018, il tasso medio d'inflazione è stato 1,7%. In questo senso, la missione affidata alla banca centrale è stato un chiaro successo: lo spettro dell'inflazione non aleggia più sull'Europa. In particolare, come mostra la Figura 1, per l'Italia.

---

<sup>3</sup> Questa prospettiva è sostenuta nell'assai influente rapporto "One Market One Money", commissionato nel 1990 dalla Commissione europea.

<sup>4</sup> Paul De Grauwe è tra i primi critici di questa impostazione, da lui ridefinita "*the Brussels-Frankfurt consensus*" (De Grauwe, 2006).

**Figura 1**



Fonte: Ameco e Commissione europea.

Se tuttavia allarghiamo lo sguardo alla crescita ed alla stabilità macroeconomica dei paesi che hanno adottato l'euro, al di là dell'operato della BCE il quadro presenta anche diverse ombre.

Le principali ombre sono due - e si manifestano entrambe molto prima della crisi finanziaria del 2008 e della Grande Recessione che le ha fatto seguito.

### **6.1 - La prima ombra: le finanze pubbliche**

Nell'UEM, la politica monetaria è unica ed è decisa, in modo accentrato, da una istituzione sovranazionale (di tipo, in effetti, federale): il Sistema europeo di banche centrali (SEBC), imperniato sulla Banca centrale europea (BCE).

Ma le leve delle politiche macroeconomiche non si fermano alla politica monetaria: al contrario, in un'unione composta da stati piuttosto eterogenei, è assai importante il ruolo affidato alla politica fiscale (ossia, alle variazioni della spesa pubblica e delle entrate fiscali dello stato).

Alla politica fiscale spetta infatti il compito di "stabilizzare" il ciclo economico di ciascun paese, ossia di minimizzarne le deviazioni rispetto all'andamento medio (e anche rispetto agli altri paesi).

Per questo motivo – con buona pace dei fautori di una unione politica "integrale" – è sicuramente preferibile che una larga parte del bilancio pubblico sia decisa in autonomia dai singoli paesi. Naturalmente, rispettando alcuni criteri di "buona condotta", in particolare due:

- a. Evitare l'accumulo di disavanzi eccessivi, che possono condurre a un debito pubblico eccessivo o addirittura insostenibile.
- b. Evitare politiche "mercantiliste", che possono condurre all'accumulo di eccessivi avanzi della bilancia commerciale di un paese.

Il primo punto è colto dall'articolo 126<sup>5</sup> del TFUE ("*Gli Stati membri devono evitare disavanzi eccessivi ...*") e dal Protocollo 12, che definisce i valori critici dei rapporti di riferimento:

- rapporto tra disavanzo pubblico e PIL non superiore al 3%;
- rapporto tra debito pubblico e PIL non superiore al 60%.

Gli aspetti politici e operativi della disciplina delle finanze pubbliche sono precisati dal "Patto di Stabilità e Crescita" (PSC), adottato nel 1997 e poi riformato nel 2005 e nel 2011. Il PSC è "ancorato" ai due rapporti di riferimento sopra citati, ma inoltre comprende:

- i. Un complesso sistema di regole per decidere se e cosa fare in caso di superamento di uno o ambedue i rapporti.
- ii. Un complesso sistema di regole di flessibilità per valutare i piani di rientro degli Stati membri (dopo che sia avvenuto uno scostamento dai valori di riferimento).
- iii. Un insieme di indicatori per valutare, anche in prospettiva, le politiche adottate da ciascuno Stato in relazione al rispetto dei rapporti di riferimento. Gli indicatori danno segnali non sempre concordanti. Perciò la loro valutazione è spesso molto discrezionale.
- iv. Una gerarchia degli avvertimenti e delle possibili sanzioni che possono essere comminate agli Stati membri, nel caso di non rispetto dei sentieri di rientro concordati. In pratica, nessuna sanzione è mai stata adottata nei confronti di nessuno stato.

Non solo sono norme molto complesse: è anche la loro efficacia pratica ad essere messa in dubbio.. Ad esempio, nel periodo 1999-2007 le quattro "peggiori violatrici" del criterio del disavanzo sono state Francia, Grecia<sup>6</sup>, Germania e Italia: nel complesso, hanno superato il 3% per 23 volte (su 36 osservazioni). La considerazione che se ne può trarre è duplice:

- Da un lato le regole non sono state applicate in modo efficace, e comunque non sono state sufficienti a prevenire persistenti sforamenti dei valori di riferimento – anche se la Commissione ha avviato, nel 2003-2005, ben 28 procedure di disavanzo eccessivo!
- Dall'altro, le conseguenze negative degli sforamenti non sono ovvie: è assai probabile che gli sforamenti della Grecia e dell'Italia abbiano indebolito la loro posizione negli anni successivi, ma lo stesso non si può certo dire per Francia e Germania.

Se passiamo al periodo successivo (2008-2018), il numero di procedure è ancora maggiore, e questo è francamente una sorpresa: nel 2008 fu proprio la Commissione (allora presieduta da José Manuel Barroso) ad appellarsi in modo drammatico agli Stati membri perché attivassero, in risposta alla Grande Recessione, un "*Piano europeo di ripresa economica*" (Commissione europea, 2008b).

---

<sup>5</sup> In realtà questo articolo si riferisce a tutti gli Stati membri dell'UE – non solo a quelli che hanno adottato l'euro. Tuttavia (come precisa l'art. 139) le disposizioni più "vincolanti" si applicano solo agli Stati che hanno adottato l'euro.

<sup>6</sup> La Grecia ha adottato l'euro nel gennaio 2001.

Eppure fu la stessa Commissione, neanche un anno dopo, ad avviare procedure di disavanzo eccessivo nei confronti degli Stati membri che avevano aderito (come era d'altra parte ovvio) all'invito della stessa Commissione ad adottare politiche fiscali eccezionalmente espansive. E in molti casi queste procedure si conclusero in modo affermativo.<sup>7</sup>

Questo può suggerire che l'interpretazione letterale delle regole del PSC possa aver indotto le stesse istituzioni di Bruxelles a comportamenti temporalmente incoerenti. Un motivo di più per rivedere le regole?

A questo proposito è utile proporre un confronto, anche se può apparire impietoso, con gli USA:

**Tabella 1. Due (o tre) recessioni a confronto**

	Area dell'euro	USA
Inizio della recessione	2008.Q1	2007.Q4
Fine della recessione	2009.Q2	2009.Q2
Inizio della recessione	2011.Q3	
Fine della recessione	2013.Q1	
Massima caduta del PIL	-8,4%	-4%
Trimestre di ritorno al max PIL pre-recessione	2015.Q4	2011.Q2
Massimo disavanzo fiscale (dal 2007)	-6,2% (2009 & 2010)	-12,5% (2009)
Anno di ritorno ad un disavanzo inferiore al 3%	2014	<i>Non avvenuto</i>

Fonti: Eurostat; Ameco; <https://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>; Fred; <https://www.nber.org/cycles.html>

In sintesi: dopo il 2007, nell'area dell'euro ci sono state due recessioni (per un totale di 6 + 7 trimestri) contro una negli USA (7 trimestri). La caduta massima del PIL è stata doppia nell'UEM rispetto agli USA ed il ritorno ai livelli pre-recessione ha ritardato di oltre 4 anni... ciò nonostante la manovra espansiva di politica fiscale nell'area dell'euro è stata assai più contenuta ed è terminata ben prima. Può essere che la seconda differenza contribuisca a spiegare il perché della prima?

## 6.2 – La vera paura: il debito

Diversi economisti pensano che l'unico motivo per avere delle regole di disciplina fiscale nell'area dell'euro sia quello di tenere sotto controllo l'evoluzione del debito pubblico: ossia, soprattutto, evitare che il debito di qualche paese diventi "insostenibile". E tutti comunque ritengono che – se non l'unico motivo – questa sia comunque la giustificazione principale delle regole di disciplina. Vediamo allora quello che è successo, distinguendo ancora i due periodi: dal 1999 al 2007, e dal 2008 al 2018.

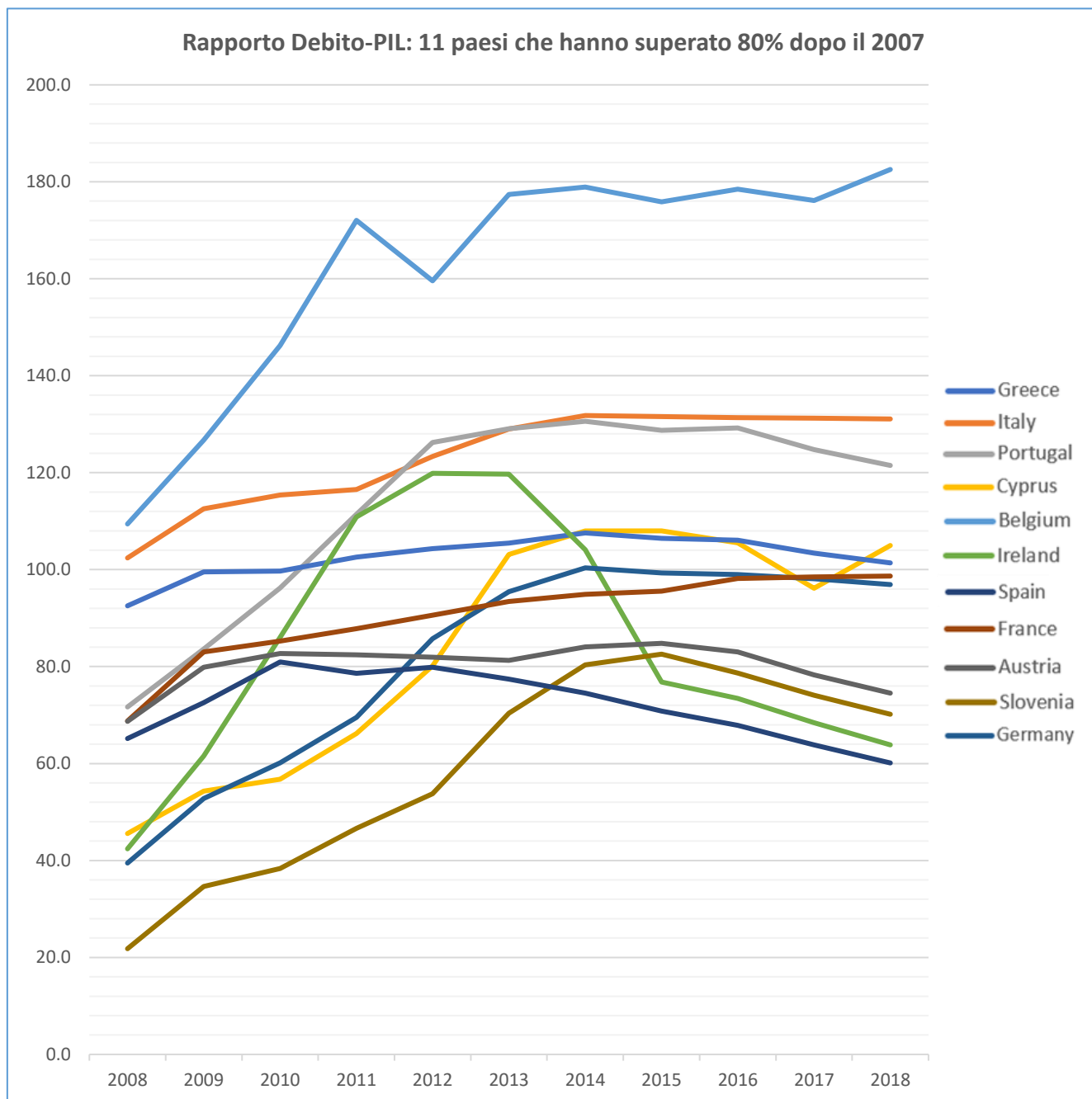
Nel primo periodo, tre paesi entrarono nell'area dell'euro con un debito superiore al 100% del PIL: Belgio, Italia e (nel 2001) Grecia. Alla fine del periodo, solo il debito della Grecia era aumentato; Belgio e Italia avevano invece iniziato un lento, e poi rivelatosi temporaneo, percorso di rientro. Degli altri nove paesi: l'Austria si mantenne costantemente attorno al 65-69%; Francia, Germania e Portogallo salirono di qualche punto oltre il 60%; nulla da segnalare per i rimanenti (*vedi* Tabella A2 in Appendice).

<sup>7</sup> Ad esempio, anche nel caso della Germania la Commissione trovò, ed il Consiglio poi aderì all'opinione, che "un deficit eccessivo esiste in Germania" (Commissione europea, 2009).



Ben diverso il secondo periodo: il debito inizia ad aumentare –quasi per tutti - già nel 2008, e nel 2014 il debito medio nell’area dell’euro è salito al 94%. Undici paesi hanno superato l’80% nel corso del periodo, e tre di questi sono aumentati oltre il 130%: Grecia, Italia e Portogallo (Vedi Figura 2)

**Figura 2**



Fonte: Ameco

Questi 11 paesi si possono dividere in due gruppi: quattro, il cui debito è in riduzione verso il 60%, oppure l’ha già raggiunto (Austria, Slovenia, Irlanda e Germania) e altri sette il cui debito è ancora assai elevato: Grecia, Italia, Portogallo, Cipro, Belgio, Francia e Spagna. Tra questi ultimi, gli scostamenti dai valori obiettivo sono, per il debito, particolarmente elevati e preoccupanti per i paesi il cui tasso di crescita è (e si prevede che rimarrà) particolarmente basso: Grecia, Belgio, Italia (Vedi Tabella A.3).

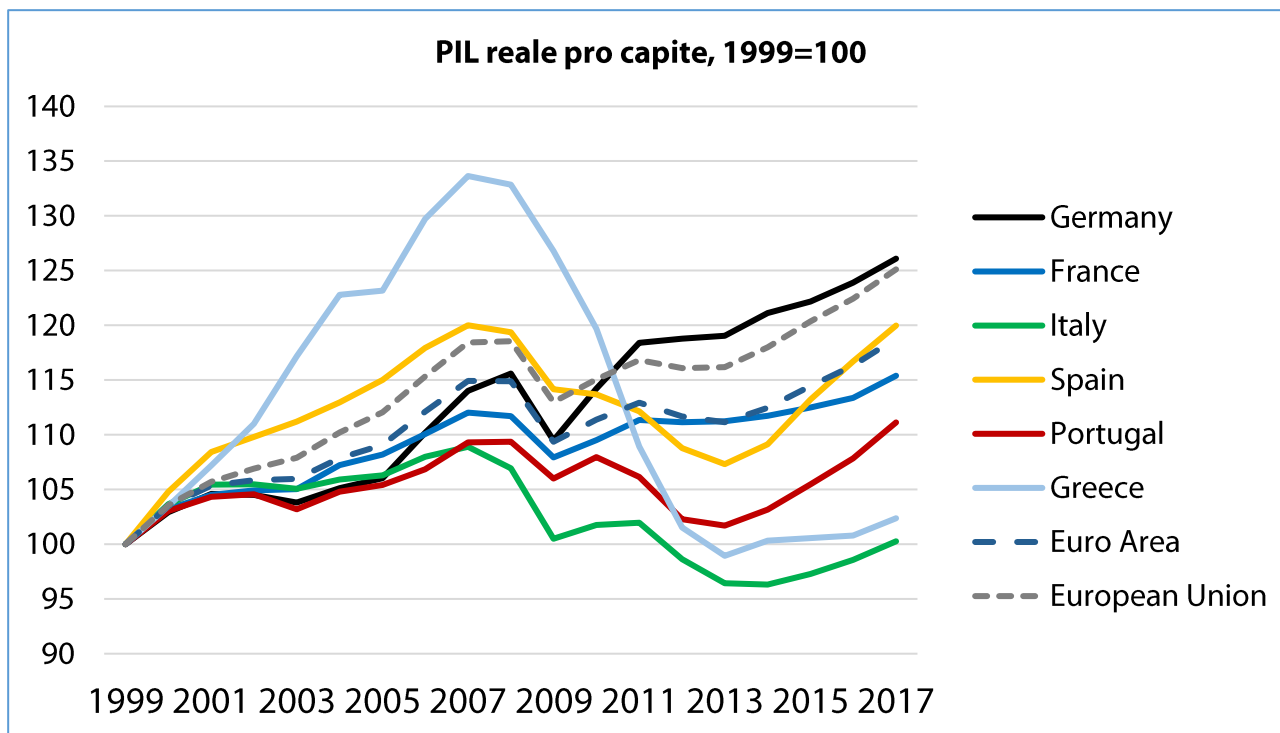
### 6.3 - La seconda ombra: macro-divergenze nell'area dell'euro

L'adozione della moneta unica è stata pensata come un elemento di impulso al processo di crescita e di convergenza tra le economie europee. Da questo punto di vista, il bilancio di questi primi venti anni non può dirsi interamente positivo. Come ha rilevato Daniel Gros, direttore del Centre for European Policy Studies (CEPS):

*“Il processo di convergenza in Europa si è biforcuto: il reddito pro capite dei nuovi stati membri dell'Europa centrale e orientale sta raggiungendo quello degli altri paesi, come era da aspettarsi (...). Nell'area dell'euro, però, i paesi del Nord si sono staccati da quelli del Sud sin dall'inizio della crisi finanziaria.” (Daniel Gros, 2018)*

La Figura 3 mostra l'andamento del PIL pro capite per diversi paesi dell'area euro nel periodo compreso tra l'entrata in vigore della moneta unica e il 2017 (assegnando a tutti un identico punto di partenza, uguale a 100, nel 1999). Le performance sono molto eterogenee: mentre l'Italia e la Grecia, a fine periodo, si sono ritrovate sostanzialmente nelle stesse condizioni del 1999, la Germania poteva vantare nel 2017 un PIL pro capite superiore di oltre il 25% a quello del 1999: poiché la Germania aveva già, all'inizio, il valore più elevato del reddito pro capite tra i paesi della figura, è evidente che nel corso di questi 18 anni vi è stata divergenza fra il reddito pro capite della Germania e degli altri paesi inclusi nel grafico.

Figura 3



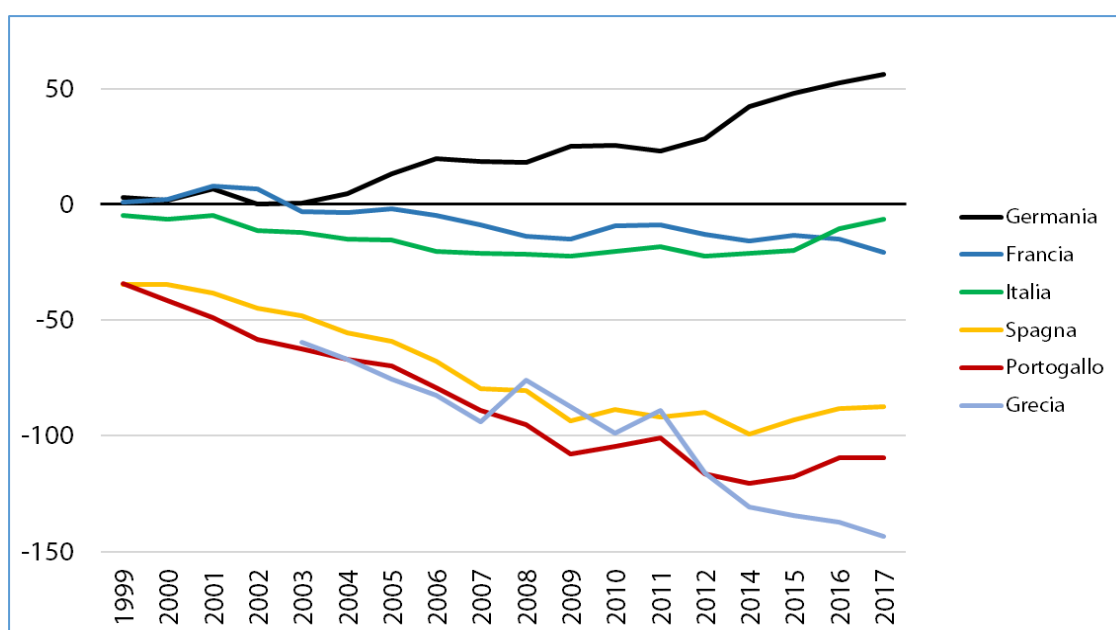
Fonte: Ameco.

Quanta parte di queste divergenze è riconducibile all'euro? La risposta a questa domanda richiede di considerare due problemi: da una parte, le differenze di natura strutturale tra le economie che compongono l'UEM, dall'altra, l'inadeguatezza degli strumenti di cui l'area euro dispone per proteggere le economie da shock asimmetrici e stabilizzarle in tempi di crisi.

Sotto il primo profilo, certamente molti dei fattori strutturali alla base del divario tra Stati membri precedono nel tempo l'introduzione della moneta unica: tra il 1990 e il 1999, ad esempio, l'Italia aveva già il più basso tasso di crescita del PIL pro capite tra i paesi fondatori dell'UEM.

Ma alcuni squilibri si sono esacerbati a seguito dell'introduzione dell'euro. Per esempio, gli squilibri nelle bilance dei pagamenti si sono accentuati dal 1999 in poi, come evidenziato dalla Figura 4, che mostra la posizione finanziaria netta nei confronti dell'estero di Germania, Francia, Italia, Spagna, Portogallo e Grecia. La Germania, che nei primi anni dell'euro registrava sostanzialmente un pareggio tra crediti e debiti, nel 2017 era diventata creditrice netta per un ammontare pari al 56% del suo PIL. Sul fronte opposto, in Spagna, Portogallo e Grecia l'indebitamento netto con l'estero ha continuato ad aumentare, in rapporto al PIL, almeno fino al 2014 (nel caso della Grecia, anche oltre).

**Figura 4. Posizione finanziaria netta con l'estero, % del PIL**



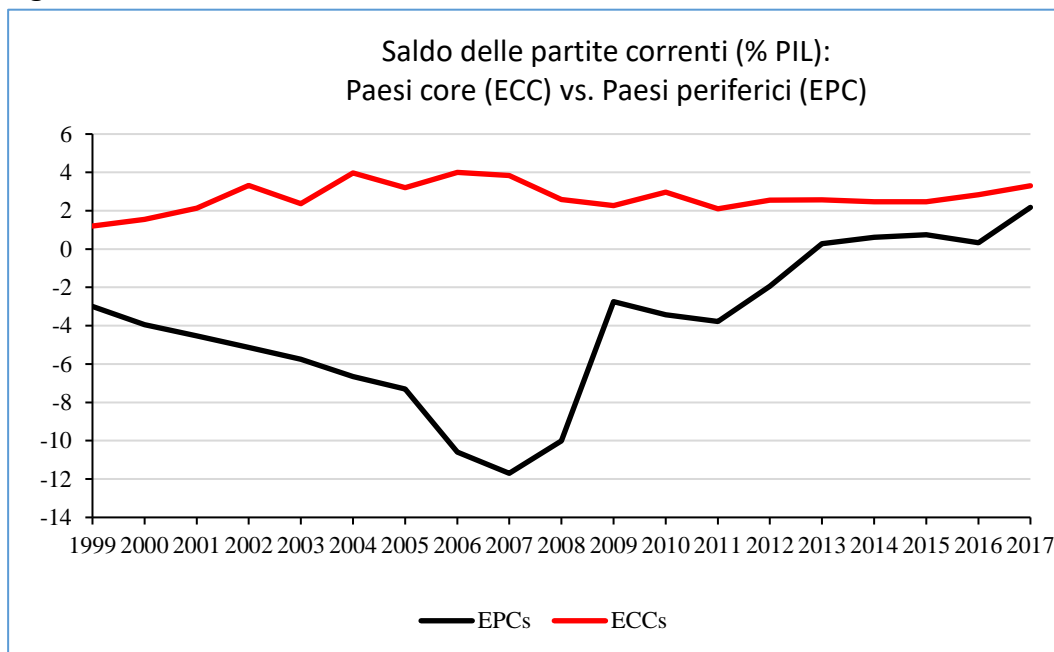
Fonte: Eurostat

Ma che importanza hanno questi andamenti divergenti? E perché si sono verificati? Gli autori del rapporto "One Market, One Money" avevano fatto delle previsioni ben diverse:

*"Nell'UEM, si ridurrà l'incidenza degli shocks che colpiscono un solo paese ... e il vincolo delle partite correnti sparirà"* (Commissione europea, 1990, p.11)

Non è proprio andata così. Al contrario, persa la disciplina che veniva imposta dal tasso di cambio, diversi paesi hanno iniziato ad accumulare persistenti disavanzi delle partite correnti, in particolare negli scambi commerciali con il resto del mondo. La Figura 5 evidenzia questo andamento, che ha polarizzato da un lato i paesi nel cuore dell'area dell'euro, e dall'altro i paesi geograficamente periferici (tra i quali l'Italia).

**Figura 5**



Fonte: Lukovic (2019).

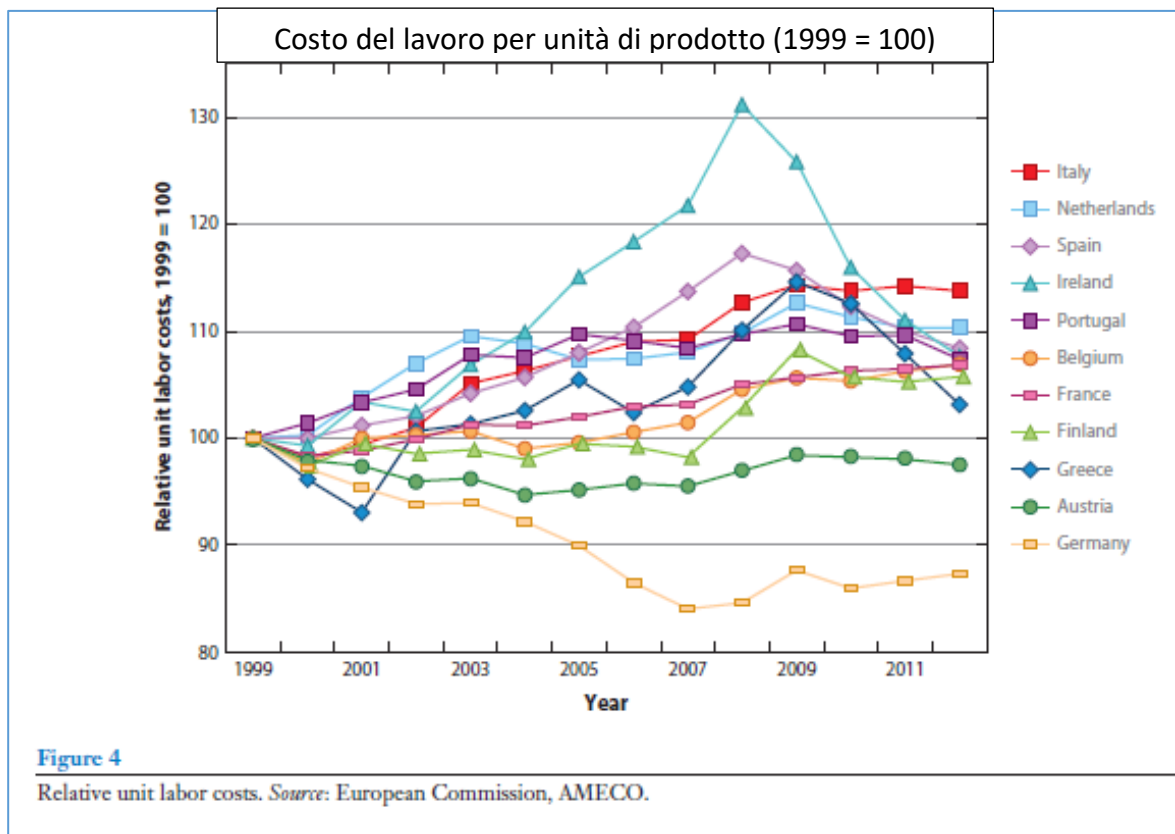
Legenda. EPC: Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo, Spagna, Estonia, Lettonia, Lituania.

ECC: Austria, Belgio, Germania, Finlandia, Francia, Paesi Bassi.

Ma a cosa è dovuta questa divergenza? Soprattutto nel primo periodo dell'euro (fino al 2007), molti paesi periferici avevano accumulato rilevanti e persistenti differenziali di inflazione rispetto alla Germania.<sup>8</sup> Secondo Paul de Grauwe, questi differenziali di inflazione riflettono almeno in parte le differenze di competitività tra paesi, sintetizzate dall'andamento divergente del costo di lavoro per unità di prodotto (vedi Figura 6).

<sup>8</sup> All'interno di un'area monetaria, è possibile che si verifichino occasionali differenziali d'inflazione tra gli stati o le regioni partecipanti. È assai più sorprendente che tali differenziali si accumulino nel tempo, dando così origine a variazioni anche considerevoli nei prezzi relativi tra paesi. Per Grecia, Irlanda e Spagna, le variazioni cumulate nei confronti della Germania dal 1999 al 2007 sono del 13-15%.

Figura 6



Fonte: Paul De Grauwe (2013).

#### 6.4 – In sintesi: lo scoppio della crisi

Dal 1999 al 2007, l'accumulo di differenze nel costo unitario del lavoro (soprattutto tra paesi periferici e paesi "core") ha generato differenziali di inflazione e di competitività, che si sono riflessi (per i paesi periferici) nell'accumulo di disavanzi di partite correnti, e quindi in un aumento complessivo dell'indebitamento estero di tali paesi.

Quasi nessuno prestò, allora, attenzione a questi squilibri. Forse, in altre circostanze, essi avrebbero potuto riassorbirsi gradualmente e senza scosse. Non potremo saperlo: lo scoppio della crisi finanziaria e l'inizio della Grande Recessione hanno reso rapidamente drammatica la situazione. Tra il 2008 ed il 2009, i flussi monetari tra i paesi, necessari a finanziare l'indebitamento sull'estero dei paesi periferici, si sono prosciugati. La crisi finanziaria ha contagiato, attraverso molti e diversi canali, le economie reali ed evidenziato le fragilità della finanza pubblica in alcuni paesi, e dei sistemi bancari in quasi tutti.

## 7. Rimediare alla fragilità dell'UEM. Quali riforme?

Dalla fine del 2008 non solo l'UEM ma l'UE nel suo complesso ha dovuto fronteggiare l'emergenza della crisi finanziaria e della "Grande Recessione". Per questo ha prima attuato politiche monetarie e fiscali largamente espansive, poi – ancora sotto l'emergenza della crisi – ha iniziato a riflettere sulle ragioni della propria fragilità e sui possibili rimedi.<sup>9</sup> Queste proposte di riforma sono l'oggetto del nostro dibattito.

A questo dibattito – sulle riforme utili e su quelle possibili – hanno contribuito in modo significativo le stesse istituzioni europee. Una riflessione di particolare importanza e radicalità è contenuta nel "*Rapporto dei Cinque Presidenti*" (Commissione europea, 2015), al quale ha fatto seguito una "*mappa di proposte*" della Commissione europea (2017).

Vale la pena subito di osservare che – per le resistenze e divergenze tra Stati membri – il **ritardo** accumulato nei confronti della *roadmap* proposta dalla Commissione (per non parlare del silenzio totale su alcuni aspetti) è già notevole.

Le principali riforme (in parte già attuate, in parte ancora da realizzare) riguardano i seguenti aspetti:

- (A) **Istituzione di un bilancio comune dell'area euro.** Un accordo preliminare è stato raggiunto su un bilancio limitato in termini di risorse e con soli obiettivi di lungo periodo (promuovere "convergenza e competitività"). Manca ancora il benessere dei paesi del Nord alla creazione di un fondo europeo di stabilizzazione, e quindi alla possibilità di usare il bilancio ai fini della stabilizzazione ciclica.

Quali caratteristiche dovrebbe avere un fondo di questo tipo? Un **sussidio di disoccupazione** su base europea è la proposta più discussa, e sulla quale vi è più accordo. Il sussidio potrebbe seguire uno schema di tipo assicurativo, con contributi differenziati per paese. L'adesione al fondo, inoltre, potrebbe essere condizionata all'aver adottato alcune riforme strutturali.

- (B) **Gestione delle crisi finanziarie e ruolo dello European Stability Mechanism (ESM).** L'ESM, il "fondo salva-stati", è in realtà un'organizzazione inter-governativa esterna all'UE, ma prevista dall'articolo 136 del TFUE – che è stato appositamente emendato per aprire la strada alla sua istituzione. Fondato nel 2011 e operativo dal 2012, è dotato di un capitale proprio (conferito dagli Stati partecipanti) e viene talvolta presentato come il nucleo di un futuro "fondo monetario europeo" (FME). L'ESM fornisce assistenza finanziaria agli Stati membri dell'eurozona che la richiedono in caso di crisi, sottoscrivendo un rigoroso programma di condizionalità. Tra il 2010 (attraverso un suo "predecessore", l'EFSF) ed il 2018 ha fornito prestiti a Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Cipro.

Oggi è in discussione soprattutto se la trasformazione dell'ESM in FME debba implicare l'adozione di un meccanismo di "*backstop*" (ossia, di prestito di ultima istanza) al fondo di risoluzione unico del sistema bancario: in pratica questo metterebbe a carico di

---

<sup>9</sup> Un processo parallelo si è attivato, in realtà con tempi più brevi e modi più risoluti, anche negli Stati Uniti. La politica fiscale si è fatta carico, con estrema rapidità, del salvataggio (ricapitalizzazione) del sistema bancario; la politica monetaria ha inaugurato sin dal 2008 (e poi gradualmente attenuato nel corso del 2014, fino ad annullarla) la politica di forte stimolo della liquidità definita "*Quantitative Easing*"; inoltre sin dal 2010 gli USA hanno adottato una profonda riforma del sistema finanziario, il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

un'organizzazione comunitaria (ossia, mutualizzerebbe) il rischio che risiede nei sistemi bancari nazionali. Questa proposta viene osteggiata dai paesi (per lo più, del "Nord") che vedono con preoccupazione e sospetto la commistione tra rischi bancari e rischi sovrani nei paesi ad elevato debito pubblico (*vedi*: Camera dei Deputati, 2018).

- (C) **Regole di politica fiscale.** Il Patto di Stabilità e Crescita è stato nuovamente modificato dopo la crisi (con il *Six Pack* del 2011 ed il *Two Pack* del 2013). Ad esso si è poi aggiunto un nuovo trattato intergovernativo, il *Fiscal Compact* ("*Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*"), ratificato da 25 Stati dell'UE e operativo dal 2013. Le riforme introducono nuove regole (tra le quali il principio del bilancio in pareggio), maggiore flessibilità e anche meccanismi di condizionalità (legati all'erogazione dei fondi strutturali). Introducono anche un migliore monitoraggio (con un orizzonte esteso a tre anni) delle politiche fiscali degli Stati membri. Sono misure sufficienti? Riusciranno da un lato a semplificare il sistema di regole precedenti, e soprattutto produrranno un sistema più condiviso ed efficace per prevenire disavanzi eccessivi e per gestire il rientro di debiti troppo elevati? A questo proposito, *vedi* la discussione della proposta dell'European Fiscal Board (Beetsma *et alii*, 2018) nell'Appendice I.
- (D) **Ridurre la rischiosità dei titoli del debito pubblico**, al fine di stabilizzarne la domanda e di ridurre gli spread degli stati più vulnerabili. Le proposte al riguardo variano dall'emissione di Eurobond (che implicano responsabilità solidale degli Stati membri, e quindi una mutualizzazione dei rischi) alla creazione di titoli "sintetici" emessi in tranche con rischiosità decrescente al crescere della *seniority*, o anche con cedole il cui pagamento sia subordinato al (buon) andamento del PIL. A questo proposito, *vedi* la discussione della proposta di Dosi, Minenna, Roventini e Violi (2018) nell'Appendice I.
- (E) **Procedure trasparenti di ristrutturazione del debito** come opzione estrema per gli stati insolventi. È un dibattito maldestramente iniziato nella celebre "*passeggiata di Deauville*" (2010) tra Angela Merkel e Nicolas Sarkozy. Essi scatenarono il panico, dichiarando che in ogni salvataggio futuro operato dallo ESM, questo avrebbe dovuto imporre che i creditori dello stato sovrano partecipassero alle perdite. I sostenitori di queste proposte argomentano che un iter ordinato di *default* renderebbe più credibile la clausola di "*no bailout*", inducendo una maggiore disciplina fiscale. Per i critici, queste norme sarebbero controproducenti, poiché spingerebbero gli investitori a richiedere un più elevato premio per il rischio ai paesi ad alto debito, aumentando in questo modo le probabilità di crisi. Vedi la discussione della proposta di Benassy-Query *et alii* (2018), nell'Appendice I.
- (F) **Completamento dell'unione bancaria.** La crisi ha evidenziato la fragilità dei sistemi bancari in molti stati, ed anche la scarsa integrazione dei mercati monetari e finanziari. Nel corso della crisi, importanti mercati hanno cessato di funzionare, bloccati dall'incapacità di distinguere tra controparti "solide" e "rischiose", dalla mancanza di adeguati meccanismi assicurativi, nonché dalle perdite di capitale subite da molti intermediari finanziari. In diversi paesi, si è manifestato il "*doom loop*", ossia un duplice trasferimento di rischi:

- dal rischio sovrano (sui titoli pubblici) ai portafogli delle banche (spesso, ma non sempre dello stesso paese);
- dal rischio bancario al debito pubblico (attraverso l'emissione di debito pubblico per il "salvataggio" del sistema bancario – come avvenne soprattutto in Irlanda e Spagna).

Diverse misure hanno inteso intervenire su questi meccanismi perversi. In particolare:

1. L'introduzione del principio del "*bail in*", che prevede il coinvolgimento prioritario di azionisti e in parte almeno anche degli obbligazionisti nelle procedure di risoluzione delle crisi bancarie: è ora una direttiva dell'UE, recepita in Italia dal 2016.
2. Una strategia per "ripulire", attraverso meccanismi di mercato, i bilanci bancari dai prestiti deteriorati (NPL, *non performing loans*) che si sono accumulati nel corso degli ultimi anni.
3. L'adozione di un "*Single Supervisory Mechanism*", che dal 2013 ha attribuito alla Banca Centrale Europea la responsabilità della supervisione prudenziale sui sistemi bancari degli Stati membri dell'UE.
4. Il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (*Single Resolution Mechanism*), operativo dal 2016 con un Board, che è costituito come un'agenzia indipendente della UE. Tuttavia, manca ancora la "*backstop solution*", ossia la possibilità che lo ESM (o il futuro FME) possa agire da prestatore di ultima istanza a favore del Fondo (*Single Resolution Fund*) gestito da tale meccanismo.
5. L'adozione di uno Schema europeo di assicurazione sui depositi (EDIS): attuata in pieno a livello nazionale, è ancora priva del meccanismo di piena co-assicurazione a livello comunitario, per l'opposizione di alcuni paesi (la Germania in primis) a concedere la mutualizzazione dei rischi senza un corrispondente meccanismo di controllo sovranazionale.

**(G) Procedura per gestire gli sbilanci macroeconomici (MIP).** La MIP cerca di prevenire l'insorgere di sbilanci o divergenze tra Stati membri (come quelle discusse più sopra nel paragrafo 6.3) attraverso il controllo continuo di alcuni macro-indicatori, che dovrebbero segnalare in anticipo l'inizio di un possibile deterioramento dell'equilibrio macroeconomico in uno stato membro. Ma anche in questo caso (come per le regole fiscali) non è chiaro quale sarà l'efficacia dissuasiva di questi meccanismi di sorveglianza, poiché gli strumenti diretti per agire sugli sbilanci in questione fanno sempre capo ai singoli stati.



## 8. In conclusione

Il dibattito in corso sulla riforma della *governance economica* nell'area dell'euro è profondo e articolato.

La principale conclusione che possiamo trarre a questo punto del dibattito è che, per tutte le importanti riforme che sono in discussione o in fase di attuazione, il loro successo (e indirettamente il futuro buon governo dell'area dell'euro) dipende da se e come verrà sciolta l'*impasse* che si genera attorno a due domande:

- 1) È possibile conciliare le opposte esigenze di coloro che credono che sia più importante mettere "la propria casa in ordine" prima di consolidare le istituzioni europee, e di coloro che credono che è troppo costoso e troppo rischioso mettere la propria casa in ordine senza aver prima consolidato i meccanismi di condivisione del rischio (*risk sharing*) e di prestito di ultima istanza a livello delle istituzioni europee?
- 2) È possibile rispettare l'assetto decentrato (a livello dei singoli stati membri) delle politiche fiscali e di molte altre politiche economiche, con la necessità di coordinare a livello sovra-nazionale alcune delle decisioni più importanti, e di evitare che decisioni imprudenti o irresponsabili a livello nazionale determinino conseguenze negative su altri paesi? E questo *coordinamento* può meglio realizzarsi attraverso *istituzioni sovranazionali*, o *istituzioni inter-governative*, o *regole e sanzioni*, o ancora attraverso *incentivi*?

Speriamo non tocchi ai posteri rispondere a tali ardue domande.

## Testi citati e per approfondire

- Beetsma, R., N. Thygesen, A. Cugnasca, E. Orseau, P. Eliofotou and S. Santacroce (2018), "Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board", VoxEU.org, 26 October.  
<https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board>
- Bénassy-Quéré, A., et alii (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", CEPR Policy Insight No 91.
- Camera dei Deputati (2018) "Trattato ESM". Febbraio.  
<http://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1106279.pdf>
- Commissione europea (1990) "One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union". *European Economy*, no. 44, October.
- Commissione europea (2008a) "EMU@10. Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union". *European Economy* 2. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication12682\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12682_en.pdf)
- Commissione europea (2008b) "Comunicazione al Consiglio europeo: Un piano europeo di ripresa economica", 26 novembre 2008. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52008DC0800>
- Commissione europea (2009) "Commission opinion on the existence of an excessive deficit in Germany" 11 novembre 2009. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/30\\_edps/104-05/2009-11-11\\_de\\_104-5\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-05/2009-11-11_de_104-5_en.pdf)
- Commissione europea (2015) "Completare l'Unione economica e monetaria in Europa – Relazione di Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz" (Rapporto dei Cinque Presidenti) [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_it.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_it.pdf)
- Commissione europea (2016) "The Macroeconomic Imbalance Procedure". Institutional paper 039, November. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip039\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip039_en_2.pdf)
- Commissione europea (2017) "Roadmap for deepening Europe's Economic and Monetary Union". [https://ec.europa.eu/commission/publications/completing-europes-economic-and-monetary-union-factsheets\\_en](https://ec.europa.eu/commission/publications/completing-europes-economic-and-monetary-union-factsheets_en)
- De Grauwe, Paul (2006) "What Have we Learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty?". *Journal of Common Market Studies*, 44 (4), pp.711-30.
- De Grauwe, Paul (2013) "The Political Economy of the Euro", *Ann.Rev.Polit.Sci.* 2013 (16), 153-177.
- De Grauwe, Paul (2016) "Economics of Monetary Union", Oxford University Press, 11<sup>th</sup> ed. Trad.it. "Economia dell'Unione monetaria", Il Mulino, 2016, 10<sup>a</sup> ed.
- Dosi, G., M. Minenna, A. Roventini and R. Violi (2018a), "Making the Eurozone Works: A Risk-Sharing Reform of the European Stability Mechanism". <https://ssrn.com/abstract=3208267>.
- Dosi, G., M. Minenna, A. Roventini and R. Violi (2018b), "Replica ai commenti del Professor Perotti". Luglio. [http://marcello.minenna.it/wp-content/uploads/2018/07/201807\\_Replica\\_Perotti.pdf](http://marcello.minenna.it/wp-content/uploads/2018/07/201807_Replica_Perotti.pdf)
- Gros, Daniel (2018) "Convergence in the European Union: Inside and outside the euro", contribution to the Informal meeting of Economic and Financial Affairs Ministers, Sofia, 27-28 April 2018. [https://www.ceps.eu/system/files/DG\\_ConvergenceEU.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/DG_ConvergenceEU.pdf)
- Issing, Otmar (2008) "The Birth of the Euro", Cambridge University Press.
- Lukovic, Nikola (2019) "Internal Devaluation in the Eurozone: An Assessment on Price and Cost Adjustment", Tesi di Laurea LM-SID, Università di Bologna.
- Messori, Marcello and Stefano Micossi (2018) "Counterproductive Proposals on Euro Area Reform by French and German Economists", CEPS Policy Insight No. 2018/04.
- Perotti, Roberto (2018) "Ma i tedeschi non sono masochisti", *lavoce.info*, 22 giugno. <https://www.lavoce.info/archives/53788/ma-i-tedeschi-non-sono-masochisti>
- Spolaore, Enrico (2013) "What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists". *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), pp.125-144.
- Tabellini, Guido (2018) "Risk sharing and market discipline: Finding the right mix", VoxEU.org, 16 July. <https://voxeu.org/article/risk-sharing-and-market-discipline-finding-right-mix>.

## Appendice 1 – Tre proposte di riforma

Proponenti	La proposta	Benefici attesi dai proponenti	Critiche
<p><b>Gruppo di 14 economisti francesi e tedeschi</b></p> <p><b>(Bènassy-Quèrè et alii, 2018)</b></p>	<p>➤ <b>Sintesi: Eliminazione circolo vizioso banche-debito pubblico e creazione European safe bonds (ESBies).</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Riforma regole fiscali: una sola regola di spesa (spesa pubblica non può crescere più del PIL nominale di lungo periodo); eliminazione delle sanzioni; spesa in eccesso finanziata con bond subordinati;</li> <li>▪ Oneri di concentrazione per banche esposte sul debito pubblico di un solo paese oltre una certa quota dell'attivo;</li> <li>▪ Assicurazione comune sui depositi bancari;</li> <li>▪ Creazione di un <i>safe asset</i> europeo: European Safe Bonds (ESBies), garantiti da un portafoglio diversificato di titoli del debito pubblico nazionali e suddivisi in tranche di diversa <i>seniority</i>;</li> <li>▪ ESM come FMI europeo, con <i>political accountability</i> e responsabilità di valutare sostenibilità del debito;</li> <li>▪ Fondo di assicurazione contro la disoccupazione nell'area euro;</li> <li>▪ Procedure ordinate di ristrutturazione del debito;</li> <li>▪ Autorità/Commissario per la sorveglianza fiscale, separato da <i>decision-maker</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maggiore e migliore condivisione dei rischi: riduzione dell'interdipendenza tra debito pubblico e banche; stabilizzazione della domanda di titoli del debito pubblico; strumenti di stabilizzazione fiscale;</li> <li>• Regole fiscali semplici e responsabilizzazione degli stati membri, al posto di regole opache, pro-cicliche e politicamente difficili;</li> <li>• Migliore disciplina di mercato, come risultato di una più credibile clausola di <i>no bail-out</i>;</li> <li>• Istituzioni più trasparenti ed efficaci.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Tabellini (2018):</b> (i) l'allentamento dei legami tra banche e debito sovrano è fonte di instabilità finanziaria. Le banche agiscono da prestatore di ultima istanza del debito domestico, utilizzando liquidità BCE; (ii) un default più credibile aumenta costo del <i>funding</i> per i paesi con alti debiti pregressi, rendendoli più vulnerabili e instabili.</li> <li>• <b>Dosi et al. (2018)</b> su proposta ESBies: (i) mantiene segmentazione del mercato del debito pubblico (le <i>junior tranches</i> equivarrebbero di fatto ai titoli "periferici" di oggi) e non rompe legame banche-debito sovrano; (ii) sottostima le correlazioni di default: scarso aumento di <i>safe assets</i>.</li> <li>• <b>Messori e Micossi (2018):</b> (i) elimina strumenti di liquidità anti-shock; (ii) la proposta sulla ristrutturazione del debito ricalca visione tedesca e sarebbe fonte di instabilità. (Cf. Tabellini 2018.)</li> </ul>

<p><b>Dosi, Minenna, Roventini e Violi (2018a)</b></p>	<p>➤ <b>Sintesi: Assicurazione ESM su debiti pubblici nazionali, in seguito sostituiti da Eurobonds.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fase 1: ESM garante del debito pubblico degli Stati membri, per le nuove emissioni;</li> <li>▪ Stati membri pagano all'ESM premio assicurativo a valori di mercato; rinunciano a possibilità di ridenominazione;</li> <li>▪ ESM usa fondi per investimenti pubblici mirati, sotto controllo del Comitato Fiscale Europeo;</li> <li>▪ Fase 2: transizione da garanzia ESM a piena mutualizzazione del debito (Eurobonds, niente più premi assicurativi).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Risk sharing</i> fattore di stabilità;</li> <li>• Creazione <i>safe asset</i> europeo; garanzia ESM elimina spread (risparmi di spesa per interessi, tranne per paesi più solidi);</li> <li>• Eliminazione del rischio di ridenominazione;</li> <li>• Regole strette sui default consentiti, contro <i>moral hazard</i>;</li> <li>• Meccanismo virtuoso di investimento e crescita.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Perotti (2018):</b> (i) proposta irrealistica: costi sproporzionati su contribuenti tedeschi; (ii) ignora azzardo morale e quindi effetti sul rischio di <i>default</i>; (iii) meccanismo non necessario: se le ipotesi della proposta fossero corrette, Germania fornirebbe l'assicurazione sui debiti già ora; (iv) anche con Eurobond ci può essere crisi del debito e paesi hanno incentivo a non pagare, a meno di centralizzazione completa della politica di bilancio.</li> </ul>
<p><b>European Fiscal Board</b>  <b>(Beetsma et alii, 2018)</b></p>	<p>➤ <b>Sintesi: singola regola sulla spesa pubblica per garantire rientro del debito/PIL al 60% in 15 anni con l'economia al potenziale.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Singolo obiettivo fiscale: 60% del rapporto debito/PIL;</li> <li>▪ Singola regola fiscale: tasso di crescita della spesa primaria nominale deve garantire convergenza del rapporto debito/PIL al 60% entro 15 anni, assumendo un tasso di crescita del PIL pari al potenziale e un tasso di inflazione al 2%; tetto alla spesa ricalcolato ogni 3 anni;</li> <li>▪ Possibilità di deviare solo in casi eccezionali (es. grave crisi economica o disastri naturali);</li> <li>▪ Istituzioni indipendenti per vigilare su applicazione della regola e valutare eccezioni.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regola ha elemento anti-ciclico (minor onere quando la congiuntura è negativa); orizzonte di medio-termine per la politica fiscale;</li> <li>• Impianto più semplice e trasparente, applicazione più efficace rispetto al Patto di Stabilità e Crescita;</li> <li>• Risultato: equilibrio tra sostenibilità del debito e stabilizzazione economica.</li> </ul>	

**Appendice II – Dati su deficit, debito e crescita**
**Tabella A1. Accreditamento(+) o indebitamento (-) netto della PA in rapporto al PIL, 1998-2018**
*Fonte: Ameco*

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Euro Area</b>	-2,5	-1,5	-0,5	-2,0	-2,7	-3,2	-3,0	-2,6	-1,5	-0,7	-2,2	-6,2	-6,2	-4,2	-3,7	-3,1	-2,5	-2,0	-1,6	-1,0	-0,6
Austria	-2,7	-2,6	-2,4	-0,7	-1,4	-1,8	-4,8	-2,5	-2,5	-1,4	-1,5	-5,3	-4,4	-2,6	-2,2	-2,0	-2,7	-1,0	-1,6	-0,8	-0,3
Belgium	-0,9	-0,6	-0,1	0,2	0,0	-1,8	-0,2	-2,8	0,2	0,1	-1,1	-5,4	-4,0	-4,2	-4,2	-3,1	-3,1	-2,5	-2,4	-0,9	-1,0
Cyprus	-3,8	-4,0	-2,2	-2,1	-4,1	-5,9	-3,7	-2,2	-1,0	3,2	0,9	-5,4	-4,7	-5,7	-5,6	-5,1	-9,0	-1,3	0,3	1,8	2,8
Denmark	-0,4	0,9	1,9	1,1	0,0	-0,1	2,1	5,0	5,0	5,0	3,2	-2,8	-2,7	-2,1	-3,5	-1,2	1,1	-1,5	-0,4	1,1	0,2
Estonia	-0,8	-3,3	-0,1	0,2	0,4	1,8	2,4	1,1	2,9	2,7	-2,7	-2,2	0,2	1,2	-0,3	-0,2	0,7	0,1	-0,3	-0,4	0,5
Finland	1,6	1,7	6,9	5,0	4,1	2,4	2,2	2,6	3,9	5,1	4,2	-2,5	-2,6	-1,0	-2,2	-2,6	-3,2	-2,8	-1,7	-0,7	-0,8
France	-2,4	-1,6	-1,3	-1,4	-3,2	-4,0	-3,6	-3,4	-2,4	-2,6	-3,3	-7,2	-6,9	-5,2	-5,0	-4,1	-3,9	-3,6	-3,5	-2,7	-2,6
Germany	-2,5	-1,7	0,9	-3,1	-3,9	-4,2	-3,7	-3,4	-1,7	0,2	-0,2	-3,2	-4,2	-1,0	0,0	-0,1	0,6	0,8	0,9	1,0	1,6
Greece	-6,3	-5,8	-4,1	-5,5	-6,0	-7,8	-8,8	-6,2	-5,9	-6,7	-10,2	-15,1	-11,2	-10,3	-8,9	-13,2	-3,6	-5,6	0,5	0,8	0,6
Ireland	2,0	2,4	4,9	1,0	-0,5	0,4	1,3	1,6	2,8	0,3	-7,0	-13,8	-32,0	-12,8	-8,1	-6,1	-3,6	-1,9	-0,5	-0,2	-0,1
Italy	-3,0	-1,8	-2,4	-3,4	-3,0	-3,3	-3,5	-4,1	-3,5	-1,5	-2,6	-5,2	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,4	-1,9
Latvia	0,0	-3,7	-2,7	-1,9	-2,3	-1,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5	-4,2	-9,1	-8,7	-4,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,4	0,1	-0,6	-0,8
Lithuania	-3,0	-2,8	-3,2	-3,5	-1,9	-1,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,8	-3,1	-9,1	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,6	-0,3	0,3	0,5	0,6
Luxembourg	3,2	3,5	5,9	5,9	2,4	0,2	-1,3	0,1	1,9	4,2	3,3	-0,7	-0,7	0,5	0,3	1,0	1,3	1,3	1,6	1,4	1,3
Malta	-9,3	-6,7	-5,5	-6,1	-5,4	-9,0	-4,3	-2,6	-2,5	-2,1	-4,2	-3,2	-2,4	-2,4	-3,5	-2,4	-1,7	-1,0	0,9	3,5	1,3
Netherlands	-1,4	0,3	1,2	-0,5	-2,1	-3,1	-1,8	-0,4	0,1	-0,1	0,2	-5,1	-5,2	-4,4	-3,9	-2,9	-2,2	-2,0	0,0	1,2	1,1
Portugal	-4,4	-3,0	-3,2	-4,8	-3,3	-4,4	-6,2	-6,2	-4,3	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	-2,0	-3,0	-0,7
Slovakia	-5,2	-7,3	-12,0	-6,4	-8,1	-2,7	-2,3	-2,9	-3,6	-1,9	-2,4	-7,8	-7,5	-4,3	-4,3	-2,7	-2,7	-2,6	-2,2	-0,8	-0,6
Slovenia	-2,3	-3,0	-3,6	-3,9	-2,4	-2,6	-2,0	-1,3	-1,2	-0,1	-1,4	-5,8	-5,6	-6,7	-4,0	-14,7	-5,5	-2,8	-1,9	0,1	0,5
Spain	-2,9	-1,3	-1,1	-0,5	-0,4	-0,4	0,0	1,2	2,2	1,9	-4,4	-11,0	-9,4	-9,6	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,7

**Tabella A2. Rapporto Debito pubblico/PIL, 1999-2018**
*Fonte: Ameco*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Austria	66,7	66,1	66,7	66,7	65,9	65,2	68,6	67,3	65,0	68,7	79,9	82,7	82,4	81,9	81,3	84,0	84,8	83,0	78,3	74,5
Belgium	114,4	108,8	107,6	104,7	101,1	96,5	94,7	91,1	87,0	92,5	99,5	99,7	102,6	104,3	105,5	107,6	106,5	106,1	103,4	101,4
Cyprus	54,8	55,7	57,3	60,5	63,8	64,8	63,4	59,3	54,0	45,6	54,3	56,8	66,2	80,1	103,1	108,0	108,0	105,5	96,1	105,0
Denmark	58,2	52,4	48,5	49,1	46,2	44,2	37,4	31,5	27,3	33,3	40,2	42,6	46,1	44,9	44,0	44,3	39,9	37,9	36,1	33,3
Estonia	6,5	5,1	4,8	5,7	5,6	5,1	4,5	4,4	3,7	4,5	7,0	6,6	6,1	9,7	10,2	10,5	9,9	9,2	8,7	8,0
Finland	44,1	42,5	41,0	40,2	42,8	42,7	40,0	38,2	34,0	32,7	41,7	47,1	48,5	53,9	56,5	60,2	63,6	63,0	61,3	59,8
France	60,5	58,9	58,3	60,3	64,4	65,9	67,4	64,6	64,5	68,8	83,0	85,3	87,8	90,6	93,4	94,9	95,6	98,2	98,5	98,7
Germany	60,0	58,9	57,7	59,4	63,1	64,8	67,0	66,5	63,7	65,2	72,6	81,0	78,6	79,9	77,4	74,5	70,8	67,9	63,9	60,1
Greece	98,9	104,9	107,1	104,9	101,5	102,9	107,4	103,6	103,1	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,4	178,9	175,9	178,5	176,1	182,5
Ireland	46,6	36,1	33,2	30,6	29,9	28,2	26,1	23,6	23,9	42,4	61,5	86,0	110,9	119,9	119,7	104,1	76,8	73,4	68,4	63,9
Italy	109,7	105,1	104,7	101,9	100,5	100,1	101,9	102,6	99,8	102,4	112,5	115,4	116,5	123,4	129,0	131,8	131,6	131,4	131,2	131,1
Latvia	12,1	12,1	13,8	13,0	13,7	14,0	11,4	9,6	8,0	18,2	35,8	46,8	42,7	41,2	39,0	40,9	36,8	40,3	40,0	37,1
Lithuania	22,7	23,5	22,9	22,1	20,4	18,7	17,6	17,2	15,9	14,6	28,0	36,2	37,2	39,8	38,8	40,5	42,6	39,9	39,4	34,8
Luxembourg	7,8	7,2	7,3	7,0	6,9	7,3	7,4	7,8	7,7	14,9	15,7	19,8	18,7	22,0	23,7	22,7	22,2	20,7	23,0	21,4
Malta	62,1	60,9	65,2	63,2	69,0	71,9	70,0	64,5	62,3	62,6	67,6	67,5	70,1	67,7	68,4	63,7	58,6	56,3	50,9	47,9
Netherlands	57,8	52,1	49,5	48,8	50,0	50,3	49,8	45,2	43,0	54,7	56,8	59,3	61,7	66,2	67,7	67,9	64,6	61,9	57,0	53,2
Portugal	51,0	50,3	53,4	56,2	58,7	62,0	67,4	69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,6	128,8	129,2	124,8	121,5
Slovakia	47,1	49,6	48,3	42,9	41,6	40,6	34,1	31,0	30,1	28,5	36,3	41,2	43,7	52,2	54,7	53,5	52,2	51,8	50,9	48,8
Slovenia	23,7	25,9	26,1	27,3	26,7	26,8	26,3	26,0	22,8	21,8	34,6	38,4	46,6	53,8	70,4	80,4	82,6	78,7	74,1	70,2
Spain	60,9	58,0	54,2	51,3	47,6	45,3	42,3	38,9	35,6	39,5	52,8	60,1	69,5	85,7	95,5	100,4	99,3	99,0	98,1	96,9

**Tabella A3. Tasso di crescita del PIL a prezzi costanti, 1999-2018**
*Fonte: Eurostat*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Euro area (19 countries)	3,0	3,9	2,1	1,0	0,7	2,3	1,7	3,2	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,3	1,4	2,2	1,9	2,4	
Euro area (12 countries)	3,0	3,8	2,1	0,9	0,7	2,3	1,6	3,1	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,6	-0,9	-0,3	1,4	2,1	1,9	2,4	
Austria	3,6	3,4	1,3	1,6	0,9	2,8	2,2	3,5	3,7	1,4	-3,7	1,8	2,9	0,7	0,0	0,7	1,2	2,1	2,5	2,7
Belgium	3,7	3,6	0,8	1,7	0,8	3,6	2,1	2,5	3,5	0,8	-2,3	2,8	1,8	0,2	0,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,4
Cyprus	5,1	6,0	3,9	3,7	2,7	5,0	4,9	4,8	5,1	3,6	-2,0	1,3	0,4	-2,9	-5,7	-1,3	1,9	4,9	4,2	
Denmark	3,0	3,7	0,9	0,4	0,4	2,7	2,4	3,8	1,0	-0,6	-4,8	1,8	1,3	0,3	0,9	1,7	2,3	2,4	2,2	1,3
Estonia	-0,9	10,5	6,4	6,1	7,5	6,3	9,3	10,3	7,7	-5,4	-14,7	2,2	7,6	4,3	2,0	2,9	1,9	3,5	4,9	3,8
Finland	4,4	5,6	2,6	1,6	2,0	3,9	2,8	4,1	5,2	0,7	-8,2	3,0	2,6	-1,5	-0,8	-0,6	0,5	2,8	2,6	
France	3,4	3,9	2,0	1,1	0,8	2,8	1,7	2,4	2,4	0,3	-2,9	1,9	2,2	0,3	0,6	1,0	1,1	1,2	2,2	1,6
Germany	2,0	2,9	1,8	0,0	-0,8	1,2	0,7	3,6	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,5	0,5	2,2	1,7	2,3	2,2	1,4
Greece	3,1	4,0	4,2	3,9	5,8	5,1	0,6	5,6	3,3	-0,3	-4,3	-5,5	-9,1	-7,4	-3,2	0,7	-0,5	-0,1	1,5	
Ireland	10,6	9,4	5,3	6,0	2,8	6,6	5,7	5,0	5,4	-4,4	-5,0	1,9	3,7	0,2	1,3	8,8	25,0	5,0	7,2	
Italy	1,6	3,6	1,9	0,2	0,2	1,5	1,0	2,0	1,4	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,9	-1,6	0,1	0,8	1,1	1,6	0,9
Latvia	2,7	5,3	6,5	7,1	8,4	8,4	10,7	11,8	10,0	-3,6	-14,4	-3,9	6,4	4,0	2,4	1,9	2,9	2,1	4,6	4,7
Lithuania	-1,1	3,8	6,4	6,8	10,6	6,6	7,6	7,4	11,1	2,7	-14,8	1,6	6,0	3,9	3,5	3,5	2,0	2,3	4,1	3,4
Luxembourg	8,4	8,2	2,6	3,8	1,6	3,6	3,1	5,2	8,4	-1,3	-4,3	4,8	2,5	-0,3	3,6	4,3	3,9	2,4	1,5	
Malta			0,6	2,9	2,6	0,5	3,8	1,8	4,0	3,3	-2,4	3,5	1,4	2,7	4,6	8,5	10,6	5,7	6,7	
Netherlands	5,0	4,3	2,3	0,2	0,1	2,0	2,1	3,4	3,8	2,1	-3,6	1,3	1,6	-1,1	-0,1	1,4	2,0	2,2	2,8	2,6
Portugal	3,8	3,8	1,9	0,7	-0,9	1,8	0,8	1,5	2,4	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-4,1	-1,1	0,9	1,8	1,9	2,9	2,1
Slovakia	-0,2	1,1	3,4	4,4	5,5	5,2	6,7	8,4	10,8	5,7	-5,5	5,0	2,8	1,7	1,5	2,7	4,1	3,2	3,2	
Slovenia	5,3	4,1	3,0	3,8	2,9	4,4	4,0	5,7	6,9	3,3	-7,7	1,2	0,6	-2,6	-1,1	2,9	2,3	3,0	4,9	4,4
Spain	4,5	5,2	4,0	2,9	3,1	3,3	3,7	4,1	3,7	1,2	-3,6	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,7	3,1	3,0	2,5